

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX

---

LE  
**MARCHÉ A TERME**  
DES VALEURS MOBILIÈRES  
A LA BOURSE DE PARIS  
ET LA CRISE ÉCONOMIQUE ACTUELLE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE BORDEAUX

*le jeudi 20 décembre 1934, à 2 heures 1/2*

PAR

**Robert MARAIS**

---

BORDEAUX  
IMPRIMERIE-LIBRAIRIE DE L'UNIVERSITÉ  
Y. CADORET, DELMAS, SUCESSEUR  
6, Place Saint-Christoly

---

1934







FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX

---

LE  
**MARCHÉ A TERME**  
DES VALEURS MOBILIÈRES  
A LA BOURSE DE PARIS  
ET LA CRISE ÉCONOMIQUE ACTUELLE

---

THÈSE POUR LE DOCTORAT  
SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE BORDEAUX

*le jeudi 20 décembre 1934, à 2 heures 1/2*

PAR

**Robert MARAIS**

---

---

BORDEAUX  
IMPRIMERIE-LIBRAIRIE DE L'UNIVERSITÉ  
Y. CADORET, DELMAS, SUCESSEUR  
6, Place Saint-Christoly

—  
1934

## FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE BORDEAUX

### PROFESSEURS HONORAIRES :

MM. SAUVAIRE-JOURDAN, \*, † I.; LESCURE, † I., †;  
DE BOECK, \*, † I.; NOAILLES, † I., BENZACAR, \*, † I.

MM. FERRON, \*, † I., *Doyen*, professeur de *Droit commerciale*.

FERRADOU, \*, † I., *Assesseur du Doyen*, professeur d'*Histoire du droit* et chargé d'un cours de *Pandectes* (Diplôme d'études supérieures).

MARGAT, † I., professeur de *Droit civil* et chargé d'un cours de *Droit international privé* (Licence).

BONNECASE, † I., professeur de *Droit civil* et chargé d'un cours de *Droit maritime* (3<sup>e</sup> année).

PALMADE, † A., †, professeur de *Droit civil*.

VIZIOZ, † I., professeur de *Procédure civile* et chargé d'un cours de *Droit civil comparé* (Diplôme d'études supérieures).

BONNARD, \*, † I., †, professeur de *Droit administratif* et chargé d'un cours de *Droit constitutionnel comparé* (Diplôme d'études supérieures).

POPLAWSKI, \*, † I., professeur de *Droit criminel* et chargé d'un cours de *Législation industrielle*.

BOYÉ, \*, † I., †, professeur de *Droit romain*.

MOUNIER, † I., professeur d'*Économie politique*, chargé d'un cours d'*Histoire des doctrines économiques* (Diplôme d'études supérieures).

BIBIÉ, \*, †, professeur de *Droit international public*.

RÉGLADE, † A., professeur de *Droit constitutionnel et administratif*.

GARRIGOU-LAGRANGE, professeur d'*Economie politique et Science financière*, chargé d'un cours de *Législation coloniale* (3<sup>e</sup> année).

HUBRECHT, † A., professeur d'*Histoire du droit* (Doctorat), chargé d'un cours de *Droit romain* (Licence, 2<sup>e</sup> année).

LABORDE-LACOSTE, † I., professeur à la Faculté de droit d'Aix, chargé d'un cours de *Droit civil* (Licence), des cours de *Droit civil* (Capacité) et d'un cours d'*Enregistrement*.

M. ARTIGUELONG, † A., *Secrétaire*.

M<sup>me</sup> COSTES, † A., *Secrétaire adjointe*.

M<sup>me</sup> SOUBIE, *Bibliothécaire*.

## COMMISSION DE LA THÈSE

MM. MOUNIER, professeur..... *Président*.

GARRIGOU-LAGRANGE, professeur..... } *Suffragants*.

HUBRECHT, professeur..... }



LE

# MARCHÉ A TERME

## DES VALEURS MOBILIÈRES

### A LA BOURSE DE PARIS

## ET LA CRISE ÉCONOMIQUE ACTUELLE

---

### INTRODUCTION

---

L'expression marché à terme est susceptible de deux sens différents quoique voisins : dans une première acception elle désigne une opération de caractère contractuel dans laquelle un vendeur et un acheteur s'engagent réciproquement l'un à livrer certaines valeurs à une époque déterminée, l'autre à en prendre livraison. Passer un marché à terme consiste alors « à fixer, dès la conclusion du contrat (achat ou vente), toutes les conditions : nature exacte de la marchandise, quantité, prix, époque de livraison, mais en en différant l'exécution, c'est-à-dire en en différant le paiement et la « livraison »<sup>(1)</sup>, à une époque appelée

---

(1) Nogaro, *Traité élémentaire d'économie politique*, 1921.

liquidation. Un tel marché peut avoir pour objet des valeurs mobilières aussi bien que des marchandises.

Dans une deuxième acception, l'expression marché à terme a un sens plus large : elle vise alors l'organisme grâce auquel se réalise la multitude des opérations à terme qui peuvent se traiter soit dans une Bourse de valeurs, soit dans une Bourse de commerce. C'est à cette deuxième signification que se réfère le titre de l'étude que nous publions aujourd'hui.

Les valeurs mobilières, qui se négocient en Bourse, se divisent en trois grandes catégories : fonds publics, actions, obligations.

Les fonds publics sont des valeurs à revenus fixes (titres de rentes ou obligations), émises par les collectivités publiques, Etats, départements, villes, colonies..., empruntant pour se procurer les capitaux dont elles ont besoin. Les fonds publics perpétuels, ou rentes perpétuelles, donnent droit au paiement d'un intérêt annuel, mais leur remboursement n'est jamais exigible; au contraire, les fonds amortissables (rentes amortissables, obligations) sont remboursables dans un certain délai.

Les obligations sont des titres de créances productives d'un intérêt annuel déterminé d'avance. Elles représentent en général des prêts de capitaux à des entreprises privées. Les obligations sont remboursables dans un délai fixé d'avance. Si ce délai est bref, elles prennent le nom de bons.

L'action, enfin, est une part d'association et de copropriété dans une entreprise industrielle, commerciale ou financière. L'actionnaire touche un dividende variable, proportionnel aux bénéfices de l'entreprise dont il doit, par contre, supporter les pertes dans les limites de son apport.

Fonds publics, actions, obligations, peuvent être au porteur, transmissibles de la main à la main ou nominatifs; leur transmission nécessite alors les formalités du transfert. Parmi ces trois catégories de titres sont choisies les valeurs susceptibles de larges transactions, qui sont admises aux négociations sur le marché à terme de la Bourse de Paris.

Notre intention est, après avoir expliqué l'organisation et le fonctionnement de ce marché, d'essayer de montrer quelles répercussions passagères, ou peut-être plus durables, a eues sur lui la crise économique de 1930. Nous diviserons donc notre ouvrage en deux parties : la première, de caractère moins concret, nécessaire cependant pour connaître l'organisme économique, dont nous examinerons, dans la seconde partie, le comportement à travers la tourmente qui secoue l'économie mondiale.

Nous espérons que notre étude, indépendamment de son objet déjà énoncé, permettra d'avoir un aperçu de la crise boursière en général : les opérations à terme sont, en Bourse, bien plus importantes que les opérations au comptant. Bozerian estimait qu'elles leur sont cinquante fois supérieures. Le marché à terme est le cœur de la Bourse : examiner les effets qu'a eus sur lui la crise économique actuelle, c'est étudier la crise boursière en son point le plus sensible.

---



## PREMIÈRE PARTIE

### ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ A TERME DES VALEURS MOBILIÈRES A LA BOURSE DE PARIS

---

Avant d'examiner les effets de la crise économique actuelle sur le marché à terme français des valeurs mobilières et pour les comprendre, il faut évidemment connaître au préalable le marché à terme lui-même.

Désirant garder à cette première partie un caractère plus général, nous nous abstiendrons dans la mesure du possible d'y citer des chiffres ou des statistiques que nous réserverons pour la deuxième partie. C'est, en somme, une étude technique du marché à terme que nous voudrions d'abord esquisser.

A cet effet, après un historique du marché à terme en France, nous examinerons successivement son organisation et son fonctionnement.

---

## CHAPITRE PREMIER

### HISTORIQUE DU MARCHÉ A TERME

---

C'est de l'arrêt du Conseil du 21 septembre 1724 que daté la consécration légale de cette ancienne institution qu'est la Bourse des valeurs de Paris. L'apparition des premiers titres mobiliers, avec la création de la Compagnie des Indes en 1717, amena le roi à juger qu'il serait « non seulement avantageux au commerce, mais encore très nécessaire pour y maintenir la bonne foi et la sûreté convenables, d'établir dans la ville de Paris une place où... les négociations de toutes lettres de change de place en place et sur les pays étrangers, billets au porteur ou à ordre, et autres effets commerçables, comme aussi des marchandises et effets, puissent être faites à l'exclusion de tous autres lieux, entre gens connus par le ministère des personnes que Sa Majesté commettrait à cet effet » (1).

Mais par une contradiction apparente qui s'explique aisément par les mauvais souvenirs qu'avaient laissés les excès du système de Law, l'arrêt de 1724 visait également à rendre le marché à terme impraticable. L'article 29 et l'article 30 imposaient en effet : le premier, aux particuliers de déposer les titres le jour de l'exécution de l'ordre; le deuxième, aux agents de change entre eux de se fournir prix et effets, également dans le jour de la vente.

---

(1) Savary, *Dictionnaire du commerce*, t. I, p. 622.

Cette réglementation restrictive, dont l'application s'était relâchée sous l'influence des besoins financiers de l'Etat cherchant appui auprès des spéculateurs, reparut soixante ans plus tard, lorsque les projets de M. de Calonne, contrôleur général des Finances, qui avait su se concilier les faveurs de la Cour, furent entravés par la spéculation à la baisse sur les effets publics<sup>(2)</sup>.

Un arrêt du Conseil d'Etat du roi du 7 août 1785 vint confirmer (art. 1<sup>er</sup>) le privilège des agents de change pour les « négociations publiques de banque de finance et de commerce », et prohiber formellement dans son article VII les marchés à terme. Il est intéressant de connaître, d'après le préambule de l'arrêt, l'esprit qui dicta cette prohibition. « Le Roy est informé, dit ce texte<sup>(3)</sup>, que depuis quelque temps il s'est introduit dans la capitale un genre de marché ou de compromis aussi dangereux pour les vendeurs que pour les acheteurs, par lesquels l'un s'engage à fournir à des termes éloignés des effets qu'il n'a pas et l'autre se soumet à les payer sans en avoir les fonds, avec réserve de pouvoir exiger la livraison avant l'échéance moyennant l'escompte.

» Que ces engagements, qui, dépourvus de cause et de réalité, n'ont suivant la loi aucune valeur, occasionnent une infinité de manœuvres insidieuses tendant à dénaturer momentanément le cours des effets publics, à donner aux uns une valeur exagérée et à faire des autres un emploi capable de les décrier.

» Qu'il résulte un agiotage désordonné, que tout sage négociant réprouve, qui met au hasard les fortunes de ceux qui ont l'imprudence de s'y livrer, détourne les capi-

---

(2) Cf. P. Foy, *Les reports*, thèse Paris, 1932.

(3) *Edits, déclarations et arrêts*, juill.-sept. 1785. Bibl. Nat., f. 21-214.

taux de placements plus solides et plus favorable à l'industrie nationale, excite la cupidité à poursuivre des gains immodérés et suspects, substitue un trafic illicite aux négociations permises et pourrait compromettre le crédit dont la place de Paris jouit à si juste titre dans le reste de l'Europe.

» Déclare nuls Sa Majesté, dit en conséquence ce texte, les marchés et compromis d'effets royaux et autres quelconques, qui se feraient à termes et sans livraison desdits effets ou sans le dépôt réel d'iceux, constatés par acte dûment contrôlé au moment même de la signature de l'engagement... Défend très expressément Sa Majesté d'en faire de semblables à l'avenir, à peine de deux mille quatre cents livres d'amende au profit du dénonciateur et d'être exclus pour toujours de l'entrée de la Bourse; ou, si c'était des banquiers, d'être rayés de la liste. »

Un autre arrêt du Conseil du 22 septembre 1786 ajouta à ces prescriptions l'obligation de livrer dans un délai de deux mois. Le Gouvernement se réservait d'ailleurs par ce même arrêt l'examen des opérations à terme..., et il ne les condamnait pas toutes. Les spéculateurs à la hausse, favoris de tous les gouvernements, avaient déjà ses préférences. C'est ainsi qu'il n'annula pas les spéculations du fameux abbé d'Espagnac. Bien au contraire, il se chargea lui-même de la liquidation : « Attendu, porte l'arrêt du Conseil, qu'il est naturel de favoriser la prépondérance des joueurs à la hausse. » (4).

Le législateur révolutionnaire n'eut pas en cette matière d'orientation déterminée; il supprima d'abord le privilège des agents de change (arrêts des 24 avril et 8 mai 1794),

---

(4) Cf. P. Foy, *loc. cit.*

ferma la Bourse (D. 17 juin 1793), puis l'ouvrit de nouveau (L. 6 floréal an III). Quant au marché à terme, le décret du 13 fructidor an III ne changea rien à l'état de choses existant : « Tout homme qui sera convaincu d'avoir vendu des marchandises et effets dont au moment de la vente il ne sera pas propriétaire est aussi déclaré agioteur et doit être puni comme tel. » La loi du 28 vendémiaire an IV confirme cette prohibition.

Le Code civil, s'il parle des principes généraux de la vente à terme, ne vise pas spécialement le marché à terme de valeurs mobilières. Il institue toutefois dans ses articles 1965 et 1966 une exception opposable aux actions en paiement des paris ou des dettes de jeu. Seulement, ces articles ne permettaient pas de préjuger du maintien ou de l'abolition de la législation antérieure, et ils posaient la question de savoir si le marché à terme sur valeurs devait ou non être considéré comme un jeu. De là une incertitude jurisprudentielle, des discussions doctrinales, qui allaient durer pendant trois quarts de siècle.

Certains auteurs, parmi lesquels Mollot, Troplong, penchent pour la validité du marché à terme dans les limites des arrêts de 1785 et 1786.

Coffinières, Frémery, soutiennent au contraire la thèse de la prohibition absolue; Jeamnotte-Bozerian également, mais ils voient dans ce système un moyen pour entraîner une réforme législative.

La jurisprudence ne va pas être plus fixée.

Après quelques tentatives manifestes (voir, par exemple : Req., 22 juin 1814, *Répertoire Dalloz*, v° *Trésor public*, n° 1903), sinon toujours cohérentes en faveur de la validité des marchés à terme, survient un brusque revirement de la Cour de cassation.

Un arrêt célèbre de la section civile du 11 août 1824, rendu dans une affaire *Perdonnet c. Forbin-Janson*, vient proclamer la prohibition absolue des marchés différés conformément aux arrêts de 1785, 1786 et à la loi de vendémiaire an IV, encore qu'il ait été stipulé que l'acheteur pourrait exiger la livraison avant le terme fixé.

La nullité établie par ces textes était d'ordre public. Acheteur et vendeur pouvaient s'en prévaloir en tout état de cause non seulement dans leurs rapports respectifs, mais encore contre l'agent de change qui s'était entremis dans l'opération (D. 1844. 1. 306).

Cette décision atteignait surtout les agents de change qui, ne pouvant refuser cette opération devenue courante sur les fonds d'Etat qu'était le marché à terme, restaient toujours exposés à la défaillance de leurs clients malheureux ou de mauvaise foi.

Elle provoqua un trouble profond dans les milieux financiers. Les plus fameux banquiers de l'époque, Lafitte, Mallet frères, Rougemont, Perrier frères, Pillet-Will, affirmèrent dans une protestation publique : « que les marchés à terme sont indispensables dans la situation présente de la France, et que la jurisprudence de la Cour royale, qui s'appuie sur d'anciens arrêts du Conseil rendus à une époque et dans des circonstances qui ne peuvent être assimilées en aucune manière à celles où nous nous trouvons, est en opposition avec les véritables intérêts politiques et commerciaux de notre pays. » <sup>(5)</sup>.

Cependant, jusqu'en 1848, la jurisprudence s'en tient dans son ensemble à la solution donnée par la Chambre civile; elle admet toujours que les anciens règlements prohibent le marché à terme. Toutefois, elle tolère les

---

(5) Cf. Paul Foy, *loc. cit.*

achats à découvert sans dépôt préalable du prix par l'acheteur (Paris, 29 mars 1832, S., 32. 2. 293). C'est l'indice d'une évolution qui va aboutir, à partir de 1849, à la reconnaissance par la jurisprudence de la validité des marchés à terme<sup>(6)</sup>. Mais seuls les marchés sérieux sont admis : en vertu de l'article 1863 du Code civil, toute action en justice est refusée pour ceux de ces marchés qui, selon l'intention des parties, doivent aboutir à un paiement de différences sans livraison de titres. Le 26 août 1866 (S., 69. 1. 20), la Chambre civile de la Cour de cassation abandonne même en partie cette dernière restriction :

« Attendu, dit l'arrêt, que des marchés à terme en vue de bénéfices à réaliser sur la variation de cours des effets publics peuvent être sérieux et dès lors légitimes; qu'ils n'impliquent donc pas nécessairement par eux-mêmes la présomption légale ou la preuve du jeu, quand même en certains cas le marché se résoudrait en une différence... »

Désormais, le terme seul dans un marché ne va plus être un élément de nullité. Il y faut encore l'intention des parties de ne pas faire une opération sérieuse, intention arrêtée dès le début. Ce système est évidemment moins injuste que celui de 1824. Il aboutit toutefois au choix d'un critérium tout à fait incertain, et si la jurisprudence l'applique assez libéralement aux marchés fermes, elle est beaucoup plus rigoureuse pour les reports et les marchés à prime, instruments parfaits de la spéculation (Cass., Ch. crim., 9 mai 1837, D., 37. 1. 146).

Après avoir largement contribué à réparer les conséquences de la guerre de 1870, l'épargne française va se trouver disponible. Pour capter cette masse de capitaux, surgirent de nombreuses entreprises d'une solidité dou-

---

(6) Paris, 23 avril 1849, D., 49. 2. 213.

teuse. En 1881, 7 milliards de titres nouveaux sont jetés sur le marché et soutenus par la spéculation au moyen de reports. Les capitalistes, attirés par le taux élevé de ces reports, fournissent leur argent. Il en résulte une tension monétaire considérable. En octobre 1881, les agents de change de Lyon refusent de reporter leurs clients et les forcent à se liquider. En 1882, la crise éclate à la Bourse de Paris avec le krach de l'Union générale. A la suite de cette catastrophe, l'opinion parlementaire s'émute et plusieurs propositions de lois virent le jour. Allait-on admettre plus largement l'exception de jeu ou la briser à jamais pour laisser aux spéculateurs l'entière responsabilité de leurs actes ? (7).

C'est cette deuxième opinion qui prévalut et entraîna, après le rapport favorable de Naquet, le vote de la loi du 28 mars 1883, dite loi sur les marchés à terme.

L'article I<sup>er</sup> déclare que « tous marchés à terme sur effets publics et autres, tous marchés à livrer sur denrées et marchandises, sont réputés légaux. Nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1963 du Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence ».

ART. III : « Sont abrogées les dispositions des anciens arrêts du Conseil des 24 septembre 1724, 7 août, 2 octobre 1783 et 22 septembre 1786, l'article 13, chapitre I, et l'article IV, chapitre II, de la loi du 28 vendémiaire an IV; les articles 85, §§ 3 et 86, du Code de commerce... »

Désormais, la jurisprudence se stabilise dans le sens de la légalité des marchés à terme.

Notons toutefois que si la loi du 28 mars 1883 recon-

---

(7) Cf. I. Maître, *Les marchés à terme et l'exception de jeu*, thèse Toulouse, 1932.

naît la légalité de tous marchés à terme sur effets publics et autres, les juges n'en ont pas moins le droit et le devoir de rechercher si, dans la forme et dans le fond, les opérations qui se présentent sous l'apparence de marchés à terme ou à livrer ont bien en réalité cette forme ou ce caractère. Ainsi libéré de la menace constante que faisait peser sur lui l'exception de jeu, le marché à terme des valeurs mobilières va connaître jusqu'en 1914 un essor considérable.

De par l'importance de l'épargne française qui sert d'argument à notre politique étrangère, Paris est alors la première place financière du continent. C'est surtout un marché de fonds d'Etats et d'obligations et presque tous les fonds étrangers, anglais, argentins, autrichiens, belges, brésiliens, bulgares, égyptiens, italiens, russes, serbes, turcs, etc., la rente française (3 p. 100 amortissable, 3 p. 100 perpétuelle, 3 1/2 p. 100 amortissable), la plupart de nos obligations nationales (Ville de Paris, foncières et communales) se traitent à terme. Le contingent des actions faisant l'objet d'opérations à découvert est également très fourni. Le nombre des valeurs cotées à terme était de la sorte au moins quatre fois plus grand qu'aujourd'hui et le marché était stimulé par l'importance des capitaux qui s'offraient pour les placements en reports. L'institution, en 1898, de la solidarité entre les agents de change constituait, en outre, pour les prêteurs, une garantie de premier ordre.

L'année 1898 est d'ailleurs encore celle de la constitution officielle de la coulisse qui existait déjà officieusement depuis le début du siècle. Les banquiers en valeurs à terme se groupent alors en un syndicat indépendant.

La guerre de 1914 porte un coup très dur au marché

à terme<sup>(8)</sup>. La Bourse est fermée par ordonnance du préfet de police du 3 septembre 1914, et le 27 septembre un décret institue un moratoire général de toutes les opérations de Bourse.

Cependant, le Gouvernement français ne pouvait procéder aux vastes emprunts que nécessitait la poursuite des hostilités, sans l'existence d'un marché officiel. Aussi, le 7 décembre 1914, la Bourse fut-elle ouverte de nouveau, mais seulement pour les opérations au comptant. Les opérations de la liquidation de fin juillet, qui étaient restées en suspens, ne furent dénouées que le 30 septembre 1915.

Quant au marché à terme, il reste fermé pendant toute la durée de la guerre et en 1919. La réouverture n'a lieu que le 2 janvier 1920, aussi bien au parquet qu'en banque. Elle précède de peu l'abrogation du moratorium des opérations de Bourse qui a eu lieu le 1<sup>er</sup> avril 1920.

Cette réouverture n'excite pas grand intérêt. La révolution bolcheviste a entraîné la chute des fonds d'Etats et des valeurs russes; les titres balkaniques et austro-hongrois, sur lesquels les pertes étaient énormes, ont perdu tout attrait spéculatif. Enrichis par la guerre, l'Espagne, les Pays scandinaves, l'Egypte, ont rapatrié la plus grande partie de leur dette extérieure. L'Italie elle-même va peu à peu se libérer de l'hypothèque étrangère. Notre marché à terme officiel se trouve ainsi réduit au 4 et 5 p. 100 russes et turcs, au 4 p. 100 serbe et à une quarantaine de valeurs comprenant notamment les principales banques françaises, les chemins de fer français, les plus importantes valeurs de transport et de navigation, le Suez capital, le Rio, Gafsa, les sucreries d'Egypte,

---

(8) Cf. Bourbeau, *La Bourse des valeurs de Paris pendant la guerre (1914-1920)*, thèse Paris, 1921.

Penarroja, etc. L'inscription à terme des rentes françaises était ajournée.

Elle sera reprise seulement en 1927, et depuis lors toutes nos rentes ont été progressivement introduites à la cote officielle du marché à terme. Toutefois, la coulisse des rentes, qui fonctionnait avant la guerre pour le 3 p. 100 perpétuel, a définitivement disparu.

Depuis la guerre, la cote du marché à terme s'est de nouveau enrichie d'un certain nombre de valeurs. Au parquet ont été introduites des actions françaises d'électricité, de métallurgie, de charbonnages, d'automobiles, de valeurs étrangères, comme la Canadian Pacific, la Royal Dutch, la Montecatini. La coulisse a, de son côté, adopté un certain nombre de valeurs minières. Nous fournirons plus loin à cet égard des explications détaillées<sup>(9)</sup>. Ces introductions ont réussi à ranimer le marché à terme qui de 1923 à 1930, sous l'influence d'abord de la chute du franc puis de sa stabilisation, a connu une très grande activité que la crise économique est venue considérablement ralentir...

Signalons, pour clore ce rapide historique, que c'est une des incidences curieuses de la dépression actuelle que d'avoir entraîné un certain nombre de tentatives jurisprudentielles en faveur de la réapparition de l'exception de jeu en matière de marchés à terme.

Le 21 mai 1930, le Tribunal de commerce de Limoges<sup>(10)</sup>; le 21 janvier 1931, le Tribunal de commerce de Marseille<sup>(11)</sup>; le 2 avril 1931, le Tribunal de commerce de Tours; le 20 octobre 1931, le Tribunal de Lavaur, prennent en considération l'exception de jeu de façon plus ou

---

(9) Voir p. 143 et suiv.

(10) *Gaz. Pal.*, 1930. 2. 84.

(11) *D. H.*, 1931, p. 491.

moins explicite. Même les représentants de la nation ont paru un moment sensibles à cette défaveur momentanée qui entourait les opérations à terme.

Le 11 décembre 1931, M. Léon Blum a déposé sur le bureau de la Chambre des députés, au nom du groupe socialiste, la proposition de résolution suivante, qui est un curieux rappel de l'ancienne prohibition du marché à terme :

« La Chambre invite le Gouvernement à appliquer d'urgence au marché financier à terme, jusqu'à nouvel ordre, les mesures suivantes :

- » 1° le marché à prime est prohibé;
- » 2° les ventes à découvert sont interdites;
- » 3° la Commission de la Bourse a le devoir d'exiger, si elle le juge nécessaire, la preuve dans les quarante-huit heures de la possession des titres offerts en banque. »

Cette proposition n'a pas eu l'approbation du législateur, pas plus que la jurisprudence des juridictions consulaires n'a trouvé grâce devant les Cours d'appel. La Cour de Poitiers <sup>(12)</sup>, dans un arrêt du 23 juin 1931, et la Cour d'Aix, par une décision analogue du 7 juin 1932 <sup>(13)</sup>, nous paraissent avoir donné l'exacte interprétation de la loi de 1885 en décidant que : « l'article 1<sup>er</sup> de la loi du 18 mars 1885 interdit aux parties d'opposer l'exception de jeu et aux juges de rechercher leur intention toutes les fois que les opérations ont pris la forme de marché à terme, et alors même qu'elles se résoudraient par le paiement d'une simple différence. » Cette opinion a été implicitement confirmée par un arrêt de la Chambre des requêtes de la Cour de cassation du 11 juillet 1933 <sup>(14)</sup>.

---

(12) S., 31. 2. 152.

(13) *Gaz. Pal.*, 32. 2. 686; voir également Civ., 14 déc. 1921, *ibid.*, 33. 22. 1. 290.

(14) *Gaz. Pal.*, 33. 2. 716.

## CHAPITRE II

### ORGANISATION ACTUELLE DU MARCHÉ A TERME

---

Aux termes de l'article 76 du Code de commerce, « les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commerciâbles et d'en constater le cours ». Cet article, qui institue le monopole des agents de change pour les négociations de valeurs mobilières, ne défendait point aux spéculateurs et aux capitalistes de traiter directement entre eux et d'éviter le paiement des droits du courtage retenus par les intermédiaires légaux. De là, à côté du marché officiel, la naissance d'un marché libre appelé coulisse, nom qui lui vient d'un couloir ainsi nommé qui, dans l'ancienne Bourse de Paris, se prolongeait jusqu'au parquet, et où se réunissaient les spéculateurs négociant sans le concours des agents de change.

La coulisse, également appelée marché en banque, dut encore son développement aux faits que, avant 1823, les fonds d'Etat étrangers et que, avant le décret du 22 mai 1838, les actions des sociétés étrangères n'étaient pas admis à la cote officielle. C'est le marché en banque qui permit aux capitalistes français de s'intéresser à ces

valeurs. C'est lui qui, dans la suite, a acclimaté en France ces vedettes actuelles du marché officiel que sont le Rio Tinto, la Royal Dutch, etc.

Les causes de cette séparation du marché des valeurs en deux organismes distincts devaient aussi bien exister pour les opérations à terme que pour les opérations au comptant. Aussi trouve-t-on, à côté du marché à terme officiel, un marché à terme de banque.

## SECTION PREMIERE

### LE MARCHÉ A TERME OFFICIEL

Comme pour le comptant, les négociations à terme sont faites au marché officiel de la Bourse de Paris par l'intermédiaire des agents de change, qui sont maintenant au nombre de soixante-dix. Leur réunion constitue le Parquet ou la Compagnie des agents de change de Paris, à la tête de laquelle se trouve une Chambre syndicale, composée du syndic, du doyen et de huit adjoints ou syndics. Cet organisme corporatif a de larges pouvoirs et joue un rôle très important en matière de réglementation professionnelle.

L'agent de change, descendant de l'ancien « courra-tier » du début du xvi<sup>e</sup> siècle auquel succédèrent les courtiers de change et de banque du temps de Charles IX, est un officier ministériel nommé par décret du Président de la République, sur la proposition du ministre des Finances. Sa nomination est soumise à des conditions pécuniaires : titulaire d'une charge, il peut librement la vendre ou la léguer, mais il doit posséder en propre 25 p. 100 du montant de la valeur de son office. D'autre part, pour être admis agent de change, il faut être Français, avoir

25 ans accomplis, jouir de ses droits civils et politiques, avoir satisfait aux obligations du service militaire et produire un certificat établissant que le postulant a travaillé pendant quatre ans chez un agent de change, chez un notaire, dans une maison de banque ou de commerce. En outre, depuis 1862, les agents de change doivent fournir un cautionnement de 250.000 francs. Un décret de 1890, modifié en 1898, les rend solidairement responsables de l'exécution des ordres de leurs clients.

Les agents de change se réunissent tous les jours ouvrables, sauf les samedis d'avril à octobre, de 12 h. 30 à 14 h. 30 <sup>(1)</sup>, dans un endroit réservé au Palais de la Bourse, appelé parquet. Au milieu se trouve une grille circulaire, la corbeille, autour de laquelle les agents de change, rangés en cercle, s'offrent à haute voix pendant la séance les valeurs qu'ils sont réciproquement chargés d'acheter ou de vendre. Chaque marché conclu est inscrit au crayon sur un carnet provisoire, conforme au type fixé par la Chambre syndicale, pour être ensuite transcrit sur les registres réguliers dont la tenue est imposée à tous les agents de change.

Devant l'extension de plus en plus grande des affaires, la corbeille a dû se diviser en dix groupes, cinq pour le comptant et cinq pour le terme. Les agents de change doivent s'occuper en personne des opérations à terme, il ne leur est loisible de s'y faire remplacer que par un confrère. Ils sont représentés dans les groupes latéraux du terme par des commis principaux appelés teneurs de carnet.

Des « coteurs » désignés pour chacun des groupes où se

---

(1) Voir plus loin, au sujet des séances de 14 h. 45 à 15 h. 30, p. 156.

négoient les valeurs à terme notent les cours auxquels se font les nombreux échanges qui ont lieu entre les deux coups de cloche annonciateurs de l'ouverture et de la fermeture de la Bourse.

L'agent de charge est rémunéré par une somme variable, nommée courtage<sup>(2)</sup>, payée par le client, qui varie suivant l'importance de la négociation. En outre, pour les opérations à terme, où le client ne dépose ni titre, ni fonds, il peut, s'il le juge bon, en vertu de l'article 61 du décret du 7 octobre 1890, se faire couvrir par le dépôt d'une provision correspondant au règlement des différences nécessaires pour liquider les opérations. Cette opération est appelée couverture<sup>(3)</sup>. C'est la Chambre syndicale qui en fixe souvent le montant et la nature.

Une cote officielle est publiée par les agents de change qui se réunissent après la Bourse pour vérifier les opérations traitées pendant la séance, et établir le cours authentique des valeurs négociées. Les cours des valeurs traitées à terme sont portés aussitôt après ceux des fonds d'Etat français ou garantis par l'Etat français, des émissions du département de la Seine, de la Ville de Paris, du Crédit Foncier de France et du Crédit national. En plus des indications données pour toutes les valeurs au comptant : nombre de titres, époque de jouissance, cours extrêmes de l'année, cotation de la veille, la cote indique le premier cours du terme, le plus haut, le plus bas et le dernier; le cours des primes et stellages, le taux des reports d'une liquidation à l'autre, le cours de compensation de la dernière liquidation et le cours de clôture de la veille sont également indiqués. Les valeurs qui figurent

---

(2) Voir p. 137 et suiv., les tarifs officiels des courtages.

(3) Voir p. 141.

à la cote du terme sont classées en fonds d'Etat français, valeurs françaises, fonds d'Etat étrangers, valeurs étrangères. Les valeurs françaises sont, elles-mêmes, subdivisées en rubriques correspondant au genre d'industrie ou de commerce qui constitue leur objet social : banques, canaux, chemins de fer, tramways, eaux, électricité, forges, houillères et mines, produits chimiques, transports, valeurs diverses.

Pour les opérations à terme, la cotation est effectuée sur le marché, sauf décision spéciale de la Chambre syndicale, par échelons ou multiples de :

0 fr. 25 pour les titres au-dessous de 100 francs;

0 fr. 50 pour les titres de 100 à 500 francs;

1 franc pour les titres au-dessus de 500 francs.

Sur les rentes et valeurs similaires, elle se fait par échelons ou multiples de : 0 fr. 025.

En dehors des fonds d'Etat français (art. 80 D. 7 oct. 1890), qui sont admis de droit à la cote, c'est la Chambre syndicale qui détermine les valeurs qui seront cotées au comptant et à terme. En ce qui concerne les titres de sociétés anonymes françaises ou les obligations qu'elles émettent, la Chambre syndicale, après avoir examiné si ces sociétés ont bien été constituées conformément à la législation française, vérifie si les statuts et les caractéristiques principales de ces sociétés ont été insérés au *Bulletin des annonces légales obligatoires*, conformément à la loi de 1907. Elle exige, en outre, la remise d'exemplaires des statuts, de spécimens des titres, des bilans et compte rendus des assemblées générales. Les sociétés qui sollicitent l'inscription de leurs titres à la cote officielle doivent, en outre, s'engager à avoir à Paris un cor-

respondant ou une caisse chargée du service des titres et des coupons.

Pour les fonds d'Etats étrangers, la Chambre syndicale vérifie leur légalité<sup>(4)</sup>. Quant aux sociétés étrangères, elles doivent, pour être admises, faire certifier par leur ambassade que leur constitution est régulière. La valeur nominale de leurs titres doit être conforme aux prescriptions du Code français. Enfin elles doivent avoir fait admettre par notre ministre des Finances un représentant solvable et responsable des divers droits dus au fisc français.

C'est la Chambre syndicale qui, après avoir admis les valeurs à la cote, décide de leur inscription au marché à terme, comme aussi de leur radiation. Elle n'a point besoin pour cela de l'autorisation des sociétés intéressées et peut choisir arbitrairement parmi les valeurs admises à la cote. Ce pouvoir peut prêter à des abus. En fait, cependant, l'inscription au marché à terme a lieu, en général, avec l'assentiment des sociétés intéressées et pour les titres qui, par leur nature et leur quantité, sont susceptibles de larges transactions. Les dirigeants du marché s'efforcent d'inscrire à la cote du terme des titres représentatifs de chaque groupe d'industrie ou de commerce, de sorte que le marché à terme, qui donne le ton à la Bourse, soit un résumé de celle-ci<sup>(5)</sup>. Ils prennent en outre, généralement, les actions des entreprises choisies dont les cours sont bien plus variables et significatifs que ceux des obligations.

---

(4) La loi de 1916, imposant l'autorisation du ministre des Finances et du ministre des Affaires étrangères, a été abrogée en septembre 1933 pour les sociétés étrangères; voir p. 133.

(5) Voir p. 78 et suiv.

Notons en terminant que l'Etat perçoit un droit de timbre aussi bien sur les opérations à terme que sur les opérations au comptant. Il taxe également les reports <sup>(6)</sup>.

## SECTION II

### LE MARCHÉ A TERME DE BANQUE

Jusqu'à ces derniers temps, le marché à terme de banque a eu ses intermédiaires propres, les banquiers en valeurs à terme constitués en un syndicat particulier qui s'opposait au Syndicat des banquiers en valeurs au comptant.

En 1932, ces deux syndicats ont fusionné; mais encore actuellement, seuls certains des membres (en fait la plupart : 89 sur 113 peuvent exécuter à la fois les ordres à terme et les ordres au comptant, et le syndicat unique reste divisé en deux sections.

A la tête de ce groupement se trouve une Chambre syndicale, composée d'un président, deux vice-présidents, deux trésoriers, un secrétaire et sept membres, qui a un rôle professionnel analogue à celui que joue la Chambre syndicale des agents de change.

Les coulissiers, au début, intermédiaires libres d'une moralité parfois discutable, ont dû lutter longtemps contre les agents de change pour faire tolérer leur existence. Mais le besoin qu'avaient d'eux la spéculation, le crédit public, les entreprises nouvelles, nécessita leur reconnaissance officielle. Aujourd'hui, beaucoup de coulissiers sont d'importants banquiers, ayant souvent des succursales à l'étranger et qui présentent une surface considérable.

Les banquiers en valeurs doivent, depuis 1890, être Fran-

---

(6) Voir p. 163 et suiv.

çais, jouir de leurs droits civils et politiques. La Chambre syndicale exige, en outre, des membres de la section du terme un capital social d'au moins 5 millions (dont un dixième leur appartenant personnellement) et un versement de garantie de 400.000 francs.

Les coulistiers ne peuvent d'ailleurs, aux termes de leur règlement, accepter d'ordre qu'après le dépôt préalable d'une couverture (Avis 3 juill. 1929) (7).

Les membres du Syndicat des banquiers en valeurs ou leurs teneurs de carnets se tiennent à l'extérieur de la Bourse, sous le péristyle de la façade principale orientée à l'ouest. Ils sont répartis en un certain nombre de groupes où se négocient toutes les valeurs qui ne sont pas admises à la cote officielle des agents de change. Toutefois, la coulisse du terme ne comprend que les valeurs qu'y admet la Chambre syndicale. Celle-ci ne cherche pas toujours à faire une sélection judicieuse; reflétant l'ensemble du marché, elle recherche surtout les titres spéculatifs d'entreprises produisant des matières premières : mines d'or, mines de cuivre, pétroles, etc.; quelques fonds d'Etat étrangers, reliquats d'avant guerre, y figurent encore.

La plus grande liberté préside aux transactions. Des négociations nombreuses ont lieu entre banquiers bien avant l'ouverture officielle du marché et bien après sa fermeture. Toutefois, les échanges qui donnent lieu à des cotations officielles et publiques, portées sur la cote que

---

(7) « Jusqu'à nouvel ordre le montant des couvertures à déposer en garantie des opérations à terme est fixé à 20 p. 100 de l'opération à exécuter. Les titres déposés en couverture seront comptés à raison de 80 p. 100 de leurs cours; les rentes, valeurs du Trésor, obligations du Crédit national, continuent à être admises à 100 p. 100. Ce quantum de couvertures constitue un minimum. »

publient les banquiers en valeurs, n'ont lieu qu'entre les deux coups de cloche de la Bourse officielle.

Les indications de la cote des banquiers en valeurs sont les mêmes pour le terme que celles de la cote officielle. Les cotations pour les opérations à terme sont effectuées par échelons ou multiples de :

0 fr. 25 pour les titres au-dessous de 100 francs;

0 fr. 50 pour les titres de 100 à 500 francs;

1 franc pour les titres au-dessus de 500 francs.

Pour les rentes étrangères et valeurs similaires, elles se font par échelons ou multiples de 0 fr. 025.

Si la loi interdit aux agents de change de faire des opérations pour leur propre compte, les coulissiers, intermédiaires libres, peuvent parfaitement traiter des affaires pour eux-mêmes. Les transactions qu'ils effectuent pour le compte de tiers donnent lieu à la perception d'un courtage qui varie suivant la nature des titres, mais qui est le même pour les opérations au comptant et à terme.

---

## CHAPITRE III

### TECHNIQUE DU MARCHE A TERME

---

Si, par son organisation, le marché à terme s'incorpore dans cet ensemble que constitue la Bourse de Paris; s'il emprunte au comptant aussi bien ses locaux et ses cotes que ses intermédiaires, il s'en différencie au contraire profondément par son fonctionnement.

Le délai qui sépare l'engagement et le dénouement des opérations à terme leur donne, en effet, une diversité et une complexité bien étrangères au mécanisme élémentaire du marché au comptant. La variété des marchés à terme, les facilités de règlement qu'y trouvent aussi bien l'acheteur qui n'a pas les fonds que le vendeur qui n'a pas les titres, en font l'instrument rêvé de la spéculation, dont il favorise les anticipations. Aussi a-t-il toujours attiré une clientèle particulière, clientèle de spéculateurs, véritables professionnels de la Bourse. Leur description, puisque c'est eux qui mettent en branle le mécanisme du marché à terme, doit précéder normalement l'étude du fonctionnement de ce marché, que nous examinerons ensuite sous l'aspect successif de l'engagement, puis du dénouement des opérations à terme.

## SECTION PRELIMINAIRE

### LA CLIENTÈLE DU MARCHÉ A TERME

Contrairement à une opinion assez commune, on trouve dans la clientèle du marché à terme des capitalistes soucieux à la fois de la sécurité et du revenu de leurs fonds; en effet, les reports fournissent normalement un placement souvent rémunérateur et toujours sûr à celui qui veut faire fructifier son argent dans un temps très court. Le capitaliste reporteur a, pour le garantir, le titre reporté et, sur le marché officiel, la solidarité qui existe entre les agents de change. A chaque liquidation, on trouve sur les grandes places financières un grand nombre de capitaux qui viennent s'employer ainsi.

Mais il s'agit là, en somme, d'une clientèle qui n'intervient pas directement dans les opérations à terme. Celles-ci ont pour principaux promoteurs les spéculateurs. Les capitalistes qui s'y aventurent risquent souvent de s'en trouver mal <sup>(1)</sup>.

Etymologiquement, spéculer, c'est prévoir; en bourse, c'est effectuer un achat ou une vente en vue de réaliser un bénéfice sur les fluctuations des cours. Les spéculateurs professionnels ne sont pas des joueurs. Leur expérience, leur intelligence, leur technique, contribuent pour une part essentielle au succès de leurs opérations. Pour prévoir l'état du marché, son évolution, il leur faut effectuer un travail considérable. Les mouvements des cours sont, en effet, dirigés non seulement par la situation financière et commerciale particulière des entreprises dont les titres sont cotés, mais encore par les faits économiques géné-

---

(1) Voir p. 133 et suiv.

raux. Les événements politiques intérieurs et extérieurs ont également leur influence sur l'allure des cours. Même la psychologie vient jouer son rôle : les hommes sont, en général, naturellement prédisposés à l'optimisme ou au pessimisme; suivant la prédominance des uns ou des autres sur le marché, les cours évolueront vers la hausse ou vers la baisse<sup>(2)</sup>.

A toute époque, aussi bien en période de prospérité qu'en temps de crise, on trouve des spéculateurs à la hausse ou haussiers et des spéculateurs à la baisse ou baissiers. Les Anglais les désignent par des noms qui caractérisent leur état d'esprit. Ils appellent les premiers « bulls », taureaux, parce qu'ayant confiance, ils vont la tête haute, les seconds « bears » (ours), car leur pessimisme les fait aller tête basse.

Les haussiers engagent toujours leurs opérations par un achat, les baissiers par une vente.

Indépendamment des raisons particulières qui peuvent affecter telle ou telle valeur, l'ensemble des cours a normalement, en période de calme et d'essor, tendance à monter. Ce sont les haussiers, souvent de petits ou de moyens spéculateurs, qui déclenchent et appuient le mouvement. La spéculation à la hausse exige, en effet, des moyens financiers moins puissants, une technique boursière moins délicate que la spéculation à la baisse. Les capitalistes sont peu à peu attirés par la montée des cours; c'est un fait caractéristique, bien connu de ceux qui ont la pratique du marché financier, que le public, dans son ensemble, achète à la hausse et vend à la baisse.

C'est même en se basant sur cette tendance qu'opèrent

---

(2) Cf. Aboul-Ela, *La spéculation en Bourse, son influence économique et morale*, thèse Paris, 1930.

les groupements ou syndicats financiers. Leurs moyens, plus puissants que ceux des spéculateurs isolés, ne leur permettent pas cependant d'agir sur l'ensemble du marché. Ils s'attachent à pousser une valeur ou un groupe de valeurs dont ils contrôlent les mouvements. La publicité financière leur est d'un grand secours pour attirer les acquéreurs. Des achats discrets de primes en Bourse, des levées de titres aux liquidations, feront progresser la valeur jusqu'à ce que le public capitaliste finisse par s'y intéresser.

Cependant, les hausses boursières ne peuvent pas être éternelles. La masse sans cesse accrue des acheteurs porte les cours à des niveaux qui ne sont plus en rapport avec la valeur intrinsèque des titres.

Alors survient une chute profonde des cours bien plus brutale que la hausse. Avec elle entre en jeu la spéculation à la baisse. Celle-ci exige des capitaux considérables afin de pouvoir supporter les pertes de plusieurs liquidations en hausse en attendant la baisse, et, en outre, des qualités certaines de persévérance et de sang-froid. Elle est, en général, le fait de la haute banque et de puissants spéculateurs, qui trouvent dans la dénivellation brusque des cours des occasions de bénéfices considérables.

Les baissiers sont mal vus de l'opinion publique, parce qu'ils s'enrichissent des malheurs des autres. Pourtant leur action est nécessaire pour assurer la continuité des transactions et la régularité des cours. « Les entraînements à la hausse, a même rappelé Léon Say<sup>(3)</sup>, sont les pires ennemis des affaires sérieuses; ils sèment toujours la ruine, et cependant, au moment où tombe cette terrible semence, on la célèbre comme un bienfait. » La spéculation

---

(3) Cf. *Des interventions à la Bourse depuis cent ans*, p. 37.

tion à la baisse ne devient vraiment néfaste qu'à partir du moment où elle provoque la panique et la ruine par des ventes massives à découvert.

Il serait d'ailleurs inexact de croire que les grands spéculateurs n'agissent qu'à la baisse. La haute banque disposant de grosses quantités d'argent et de titres donne le ton au marché et peut aussi bien amorcer une campagne de hausse.

A côté d'elle, les puissants spéculateurs, les magnats de la finance, surveillent eux aussi le marché, les changements de mains des titres, et interviennent quand ils le jugent utile. Ils étranglent alors les spéculateurs moins puissants, soit par des ventes massives quand la position acheteur est surchargée sur tel ou tel titre, soit par des achats considérables quand ce sont les vendeurs qui sont en surnombre. Au début de l'année 1932, la Bourse de Paris nous a fourni un exemple de hausse d'abord spéculative, née en partie de l'existence d'un découvert important<sup>(4)</sup>.

L'histoire financière ne peut encore en sortir les promoteurs de l'ombre, mais le passé nous a laissé bien des exemples de grands spéculateurs qui, à la faveur d'événements politiques ou économiques, provoquent à leur profit des hausses ou des baisses excessives. C'est, par exemple, le cas de Nathan Mayer, Rothschild au Stock Exchange, le 18 juin 1815, après la bataille de Waterloo, sur les fonds d'Etat anglais, de Jay Gould à Wall Street en 1890 sur les titres du « Pacific Railway ».

Il faut, d'ailleurs, remarquer que ces puissants spéculateurs, comme la haute banque, ne se tirent pas toujours

---

(4) Voir p. 140.

sans dommage d'une crise qu'ils n'ont pu prévoir ou éviter. Sans remonter au krach Baring, en 1890, ou, plus loin encore, à celui de l'Union générale en 1882, la crise de 1930 a entraîné avec elle des chutes retentissantes, telles que celles d'Oustric, de Dewilder, d'Yvan Kreuger.

Disons en terminant un mot des moyens d'action dont disposent les spéculateurs qui fréquentent le marché. Si la puissance financière est la plus efficace, elle n'est pas la seule.

Certains spéculateurs, journalistes ou politiciens, usent de leur situation politique et de la connaissance qu'ils ont avant le public de certaines nouvelles pour prendre à la hausse ou à la baisse des positions qui leur rapportent de gros bénéfices. L'histoire la plus récente ne manque pas d'exemples de ce genre.

Il en est de même de certains administrateurs ou dirigeants de sociétés particulièrement renseignés sur la valeur des titres des entreprises qu'ils dirigent et sur leur avenir.

Mais en dehors de ces procédés, que l'on pourrait qualifier d'extraboursiers, le marché à terme offre encore aux spéculateurs des moyens d'action techniques et même scientifiques. La combinaison des négociations fermes avec des ventes ou achats de primes dont on peut former des échelles permet au spéculateur, surtout en période de calme, de réaliser des bénéfices intéressants<sup>(5)</sup>. L'utilisation des statistiques économiques, de la méthode des graphiques, peut encore donner de bons résultats pour la prévision des oscillations boursières.

---

(5) Voir p. 43 et suiv.

## SECTION PREMIERE

### L'ENGAGEMENT DES OPÉRATIONS A TERME

#### § 1. — Réglementation générale des marchés à terme et technique des ordres de bourse à terme.

Nous examinerons d'abord les règles communes à ces diverses opérations; nous étudierons ensuite séparément chacune d'entre elles.

Le fait que son exécution est différée caractérise le marché à terme; il permet au spéculateur d'opérer sans fonds ni titres. Sans bourse délier, il pourra, si les cours le favorisent, acheter et revendre plus cher avant l'échéance du terme, ou bien, sans posséder les titres, il pourra vendre et racheter moins cher, en encaissant dans les deux cas la différence. Dès que le marché est conclu, l'acheteur devient propriétaire des titres; son risque consiste, si la hausse ne répond pas à son attente, à ne pouvoir revendre avec bénéfice avant le jour de l'échéance et à être contraint ce jour-là de régler une différence. Inversement, le vendeur à découvert risquera, si la baisse ne se produit pas, d'être obligé de se racheter à un cours supérieur lors du règlement de ses opérations.

Mais ce n'est pas seulement par la fixation d'un délai précis, à l'expiration duquel devra s'exécuter effectivement l'opération, que les marchés à terme se distinguent des marchés au comptant et surtout des marchés à livrer. Ils en diffèrent encore par l'existence de tout un système de clauses fixes, « assez générales pour permettre à un grand nombre de personnes d'opérer sur ces désignations, assez précises pour que les parties n'aient pas à en modifier ou à y ajouter quelques traits » (6).

---

(6) Masseboëuf, thèse Paris, 1923, p. 4.

C'est sur la notion juridique de fongibilité que repose la technique du marché à terme. Les opérations y sont, en général, caractérisées par la fixation de types définis et limités sur lesquels elles peuvent porter, d'une quantité minimum ou de ses multiples qui peut seule être négociée, d'échéances précises, toujours les mêmes (quinzaine ou fin de mois).

Ces traits se retrouvent sur le marché à terme des valeurs mobilières de la Bourse des valeurs de Paris. Et c'est la Compagnie des agents de change qui les détermine, en vertu du pouvoir que lui a conféré l'article 60 du décret du 7 octobre 1790.

Au point de vue des titres négociables, seules peuvent être traitées à terme les valeurs admises à la cote par les organes syndicaux du parquet et de la coulisse (7). Sur ces valeurs, deux grandes sortes de marchés à terme peuvent être passées : les marchés fermes, qui sont des achats ou des ventes effectués à titre définitif et irrévocable, les marchés à primes ou options que l'acheteur peut résilier à leur échéance moyennant le paiement d'un dédit.

Ces deux catégories de marchés ne sont conclues que pour des échéances déterminées qu'on appelle liquidations. Il y a une liquidation par quinzaine au parquet, le 15 et le dernier jour de chaque mois, et une liquidation mensuelle le dernier jour du mois en coulisse.

Les opérations fermes ne peuvent être engagées que pour la prochaine liquidation ; les opérations à prime peuvent se traiter pour des liquidations plus éloignées. Au parquet, on peut traiter des primes allant jusqu'à la sixième liquidation qui suit la liquidation en cours. En coulisse,

---

(7) Voir précédemment.

des primes allant jusqu'à six mois. On traite également sur certaines valeurs à large marché des primes pour le lendemain.

Enfin les quantités sur lesquelles peuvent porter les opérations à terme sont également déterminées.

Au parquet comme en coulisse, la règle générale est que les marchés ferme ou à prime ne peuvent se traiter que par 25 titres ou multiples de 25.

Toutefois, en vue d'aider au développement des transactions à terme, la Chambre syndicale admet les négociations par 5 titres ou multiples de 5 titres pour certaines valeurs d'un montant particulièrement élevé. Ce sont : la Banque de France, la Banque de l'Algérie, la Suez (actions et parts de fondateurs).

Par contre, afin de ne pas réduire à l'excès le montant minimum des transactions à terme, une décision de la Chambre syndicale du 31 mai 1932 a décidé que les valeurs suivantes : Boléo, Transatlantique, Ford, Pathé, Wagons-lits, Lautaro, se négocieraient seulement par 50 ou multiples de 50.

De même en coulisse, si les actions Banque nationale d'Egypte, Union minière du Haut-Katanga (toutes catégories), se traitent par 10 ou multiples, par contre les actions : Canadian Eagle, Eastern Rubber, Equateur, London Tin, Mexican Eagle, Mozambique, M'Zaïta, Plakalnitza, Shansi, Silva Plana, Simmer and Jack, Tavoy Tin, Union tropicale, se traitent par 100 et multiples de 100.

Pour les rentes françaises, il n'est pas possible de négocier à terme une quantité inférieure à une demi-unité de rente, soit par exemple 1.500 francs de rente 3 1/2 p. 100, 2.000 francs de rente 4 p. 100, 2.500 francs de rente 5 p. 100.

Les rentes russes consolidées 4 p. 100 première et deuxième série se négocient par 4.000 francs de rente, et la rente turque 7 1/2 p. 100 par 3.750 francs.

Sur le marché libre, le Mexicain intérieur 5 p. 100 et le Mexicain intérieur 3 p. 100 se traitent par unité de 1.000 livres sterling de rente et multiples.

Pour les marchés à prime, un autre élément de limitation quantitative entre en jeu; le montant des primes est également typifié : seules sont admises les primes d/500, d/200, d/100, d/50, d/40, d/20, d/10, d/5, d/2,50, d/1, d/0,50, d/0,25, d/0,10, d/0,05, et même d/0,0250 par titre ou par 3, 4, 5, 6 francs de rente.

C'est en tenant compte de cette réglementation des marchés à terme que le donneur d'ordre doit passer ses instructions. Les ordres de Bourse doivent être donnés très soigneusement afin d'éviter toute erreur. Ils sont passés par lettre ou par télégramme et doivent être rédigés avec clarté et précision. Les ordres verbaux ou téléphoniques ne sont acceptés que s'ils émanent de clients connus. Ils doivent, en principe, être confirmés par écrit.

L'ordre de Bourse à terme énoncera :

1° *La nature de l'opération* : achat, vente, report, ferme ou à prime;

2° *La dénomination exacte de la valeur sur laquelle on désire opérer*;

3° *La quantité*;

4° *L'échéance* : au 15 ou à fin courant pour les ordres fermes, à l'échéance voulue (fin prochain, fin mars, etc.) pour les ordres à prime. Sauf indication contraire, les ordres à terme ferme parvenant le jour de la liquidation sont exécutés, en principe, en liquidation, c'est-à-dire pour libres, et c'est ce qui fait leur intérêt.

5° *Le cours.* Les ordres fermes peuvent être passés au mieux, au premier cours, au dernier cours, à cours limité. L'expression au mieux veut dire que l'ordre devra être exécuté dès sa réception sur le marché, par conséquent au premier cours si l'ordre parvient avant la Bourse. Le premier cours est d'ailleurs le plus large, celui auquel se font les transactions les plus nombreuses. Les ordres à cours limité sont ceux qui comportent un cours fixe. Pour que le donneur d'ordre puisse réclamer en cas d'inexécution, il faudra que la cote mentionne un cours inférieur à celui qu'il avait fixé comme cours d'achat ou supérieur à celui qu'il avait indiqué comme cours de vente. D'où l'emploi du cours limité environ, qui laisse à l'intermédiaire, suivant l'indication de son client, une marge de 1 franc, 5 francs, 10 francs, etc., pour exécuter l'ordre donné. Notons également qu'il est avantageux de ne pas fixer un cours rond pour l'exécution, mais 1 franc au-dessus ou au-dessous, afin d'éviter l'accumulation d'ordres qui se produit aux cours arrondis.

Les ordres à prime peuvent être passés, après indication de la quotité de la prime (d/20, d/40, etc.), à un cours limité ou au mieux, ou encore en stipulant un écart maximum avec le ferme.

6° La durée de validité de l'ordre : valable semaine, valable quinzaine, valable fin de mois, à révocation. Les ordres à terme expirent toujours avec la liquidation en cours. Les intermédiaires de Bourse indiquent sur leurs papiers les règles observées pour leur validité. Voici un exemple d'ordre de Bourse à terme :

*Achetez fin courant :*

25 Suez capital à ..... 19.800 fr.

*Valable fin du mois.* ..

Les ordres de Bourse peuvent être simples, c'est-à-dire sans aucune condition spéciale les rattachant à d'autres opérations, ou liés, c'est-à-dire comprenant un ensemble d'opérations d'achat et de vente à exécuter simultanément (c'est le cas en particulier pour les arbitrages entre valeurs et pour les combinaisons auxquelles se prêtent les marchés à prime) (8).

EXEMPLE :

*Achetez : 25 Montecatini ferme, vendant;  
50 Montecatini dont 5 fin prochain; écart  
10 francs. Ordre lié.*

Les spéculateurs prudents qui sont acheteurs ferme emploient également des ordres dits « Ordres Stop », qui ont pour objet de faire vendre les titres dont ils sont acheteurs si les cours viennent à baisser au-dessous d'une certaine limite. Ils estiment, en effet, qu'une baisse prononcée présente un caractère durable et qu'il convient de limiter leur perte :

Si, par exemple, un spéculateur est acheteur à terme de 100 Peugeot, qui cotent 360, il laissera chez son agent de change un ordre de vente ainsi libellé :

*Révocation. Vendez. Stop. 100 Peugeot 320.*

Dès que Peugeot tombera à ce cours, l'intermédiaire devra vendre aux mieux les titres de son client. De même, un vendeur à découvert pourra fixer un cours de rachat Stop en hausse.

Les erreurs incombent à celui qui les commet. Les donneurs d'ordre doivent faire leurs réclamations avant la Bourse du lendemain. Il y est fait droit quand elles sont justifiées.

---

(8) Voir plus loin, p. 49 et suiv.

## § 2. — Les marchés fermes.

Ce sont ceux que les contractants prennent l'engagement définitif d'exécuter lors de l'échéance. Ils ne peuvent être conclus à la Bourse de Paris que pour la prochaine liquidation (tous les quinze jours au parquet, tous les mois en coulisse). A cette échéance, l'acheteur doit payer le prix, le vendeur doit livrer les titres. Cependant, comme dans tous les marchés à terme, l'acheteur a la faculté, au moyen de l'escompte<sup>(9)</sup>, de réclamer l'exécution anticipée du marché.

Ce n'est point d'ailleurs là un droit dont il soit souvent fait usage. Le vendeur, comme l'acheteur à terme, n'ont point généralement pour but l'un de livrer les titres lors de la liquidation, l'autre de payer le prix. Ils opèrent à découvert et espèrent pouvoir dénouer leurs engagements avant la liquidation par une opération de sens contraire qui leur laissera un bénéfice. Si cette éventualité ne se réalise pas, ils ont la possibilité, grâce aux reports et aux déports<sup>(10)</sup>, de prolonger leurs engagements jusqu'à la liquidation suivante.

A chaque liquidation, l'intermédiaire compense entre elles les diverses opérations effectuées par son client, de façon à les réduire en un solde de compte débiteur ou créateur.

L'avantage des marchés à terme est de permettre aux spéculateurs, par le dépôt d'une simple couverture en espèces ou titres, proportionnelle à l'importance de leurs engagements, parfois même plus réduite (montant de la prime dans un achat à prime), d'opérer sur d'importantes

---

(9) Voir plus loin, p. 56.

(10) Voir p. 60 et suiv.

quantités de titres, sans avoir à immobiliser des capitaux considérables.

Dès que leur achat est effectué, les acheteurs à terme ferme deviennent propriétaires des titres. Ce sont eux qui encaissent les dividendes qui peuvent être payés sur la valeur ou qui bénéficient des droits de souscription éventuelle.

Les opérations à terme ferme jouent un rôle essentiel dans l'ensemble des marchés à terme. Elles sont employées seules, à l'état simple, ou bien servent de bases à des combinaisons complexes et variées, notamment avec les opérations à prime.

### § 3. — Les marchés à prime <sup>(11)</sup>.

Alors que dans les marchés fermes l'engagement pris par le spéculateur a un caractère irrévocable, il en va tout autrement dans les marchés à prime ou marchés libres, et c'est ce qui fait leur intérêt.

Dans ces sortes de marchés, l'acheteur ou le vendeur se réserve le droit de renoncer à l'exécution du contrat à son échéance, moyennant le paiement d'un dédit, appelé prime.

Le marché à terme français connaît seulement la « prime pour livrer » et non la prime pour recevoir, c'est-à-dire que le droit d'option appartient seulement à l'acheteur qui, en contre-partie de l'avantage que lui confère ce droit, doit consentir à son cocontractant une bonification de prix en achetant à un cours un peu plus élevé que le ferme. Cette bonification constitue également, au sens large du

---

(11) Cf. Massebœuf, *Des marchés à prime dans les Bourses de valeurs*, thèse Paris, 1923.

mot, une prime que paie l'acheteur pour maintenir le marché.

Au point de vue juridique, on peut comparer la prime à une sorte de prime d'assurances payée par l'acheteur contre le danger d'écarts excessifs de cours, et qui lui permet, en cas de baisse, de limiter sa perte. M. Buchère<sup>(12)</sup> voit dans les opérations à prime une sorte de vente avec arrhes. Toutefois, dans les arrhes ordinaires, la faculté de se départir du marché appartient aux deux parties, alors que dans le marché à prime français l'exécution n'est facultative que pour une seule des parties. Une prime est désignée quant à son importance par le mot dont, qui vient de ce qu'on la considère comme une partie du capital de l'opération dont on paie tant ou tant d'avance. Ce mot se trouve dans les cotes abrégé en « dt » ou représenté par la barre d'une fraction. On écrit une prime : dont 20, dt 20, ou /20...

Nous avons déjà vu pour quelles échéances et sur quelles quantités de titres et quotité de prix peuvent se conclure les marchés à prime; nous n'y reviendrons pas ici<sup>(13)</sup>; nous nous bornerons à indiquer provisoirement que c'est la veille de chaque liquidation, le jour de la réponse des primes, que se dénouent les marchés à prime qui viennent à échéance<sup>(14)</sup>.

Le cours des primes se compose de trois facteurs essentiels : l'écart, la quotité de la prime et le terme.

Les deux contractants dans un marché à prime courent des risques inégaux, puisque c'est de la seule volonté de l'acheteur que dépend le sort du marché, alors que le ven-

---

(12) Opérations de bourse, nos 442 et suiv.

(13) Voir précédemment, p. 38 et suiv.

(14) Voir plus loin, p. 58.

deur doit subir sa loi; il faut que ce dernier trouve une compensation dans les autres éléments du marché.

La prime représente cette compensation au cas où l'acheteur résilie le contrat. C'est un dédit qui reste alors acquis au vendeur. Si cependant c'était là le seul avantage réservé à ce dernier, il serait insuffisant. Indemnisé, en cas de baisse des cours, par l'abandon de la prime consenti par l'acheteur, qui n'a plus d'intérêt à lever des titres qu'il peut se procurer sur le marché à meilleur compte et au même moment, le vendeur pourrait subir en cas de hausse une perte illimitée, et les positions respectives des parties ne seraient pas encore équilibrées.

D'où l'écart, que stipule le vendeur, pour atténuer son risque au cas de hausse des cours. L'écart est la différence entre le cours auquel est conclu le marché à prime et le cours du ferme au même moment. Le premier est toujours supérieur au second, cela résulte nécessairement du rôle que joue l'écart.

Un exemple fera mieux saisir le rôle d'équilibre contractuel qu'assurent la prime et l'écart dans le marché à prime.

*Kulhmann cote ferme 630 francs fin courant  
et pour la même liquidation ... 630 d/10*

En baisse, l'acheteur de prime limite son risque en abandonnant 10 francs, qui constituent le bénéfice maximum du vendeur.

En hausse, il maintient son marché, mais ne gagne que si les cours dépassent 630 francs; grâce à l'écart, le vendeur ne perdra qu'à partir de ce cours. En un mot, si l'acheteur peut réaliser un gain illimité en cas de hausse au-delà du cours de la prime, il perdra si les cours ne montent pas jusqu'à ce cours, s'ils restent stationnai-

res ou s'ils baissent. Seulement sa perte sera toujours limitée au montant de la prime. Par contre, le vendeur, s'il peut subir une perte illimitée en cas de hausse, gagnera dans les autres cas le montant de la prime. Ces possibilités plus nombreuses de gain limité compensent son risque de perte illimitée.

Nous venons de voir qu'au-dessus de 650 francs l'acheteur de Kulhmann commencera à gagner. Perdra-t-il la totalité de sa prime dès lors qu'au moment de l'échéance les cours seront inférieurs à 650 francs ?

Non, et cela résulte de la coexistence du marché à terme ferme et du marché au comptant à côté du marché à primes. Il importe d'apporter quelques précisions sur ce point : on appelle pied de la prime le cours de l'option diminué du montant de la prime : dans notre exemple Kulhmann 650 d/10, le pied de la prime se trouve à 640. Si la réponse des primes se fait au-dessous de ce cours, l'acheteur abandonnera toujours la prime, car au même moment, sur le marché, il pourra se procurer la même valeur à un prix inférieur. Si la réponse se fait entre 640 et 650, 645 par exemple, sa perte sera inférieure au montant de la prime : en effet, en levant les titres et en les revendant au même moment au cours de 645, il perdra simplement la différence entre ce cours et 650, soit 5 francs au lieu de 10<sup>(15)</sup>. Le gain du vendeur sera limité dans les mêmes proportions, car nous savons que sa position est diamétralement opposée à celle du vendeur.

En résumé, la prime ou l'écart exprime les probabilités de gain du vendeur. Ces deux éléments doivent varier en sens inverse si on veut que soit toujours réalisé l'équilibre initial entre les cocontractants.

---

(15) Pratiquement, il ne faut pas oublier de tenir compte des courtages.

Si Kuhlmann cote ferme 630, le vendeur de primes aura d'autant plus de chance de gain qu'il vendra à un prix plus élevé que ce cours. Par contre, l'acheteur, voyant diminuer en sens inverse ses possibilités de bénéfice, ne consentira à payer qu'une prime de plus en plus réduite.

C'est ainsi qu'on traitera par exemple pour la même échéance les primes suivantes sur Kuhlmann :

Cours du ferme 630, le 2 décembre, on traitera fin courant les primes suivantes :

670 d/10;

630 d/20;

640 d/40.

L'écart diminue à mesure que la quotité augmente, et on constate en général que le produit que l'on obtient en les multipliant est un nombre sensiblement constant.

Reste à examiner maintenant le troisième élément des marchés à prime : le terme.

C'est l'échéance de l'option. Plus l'échéance est éloignée, prolongeant ainsi les chances de gain de l'acheteur et les chances de perte du vendeur, plus la quotité de la prime ou l'écart devraient être élevés. Seulement, comme les quotités de prime sont typifiées, en nombre limité, c'est en pratique une tension de l'écart qui compensera l'éloignement de l'échéance. De même, si pour les valeurs d'un montant élevé sur lesquelles les variations de cours sont forcément plus amples, on ne traite en général que les quotités de primes les plus fortes; ce fait est encore insuffisant à compenser l'augmentation de risque qui résulte de l'importance de la valeur. C'est encore une augmentation de l'écart qui viendra rétablir l'équilibre.

L'écart, seul élément dont les variations soient absolument libres, est le baromètre du marché à prime. Son élé-

vation indique que la spéculation croît à la hausse de la valeur traitée. C'est lui qu'il faut consulter pour être renseigné sur la tendance du marché. Remarquons, d'ailleurs, que ce rôle essentiel qu'il joue, l'écart le doit à la réglementation très stricte des deux autres : quotité et terme, dont les variations, par le fait qu'elles sont limitées, perdent une partie de leur portée.

Il résulte des explications qui précèdent que le hasard et l'esprit de spéculation ne président point seuls à l'établissement de tous les éléments des marchés à prime. Des lois, au moins approximatives<sup>(16)</sup>, les régissent. Massebœuf les a formulées au nombre de trois. En voici l'énoncé, qu'il est inutile de commenter après les explications déjà données :

- a) L'écart augmente en raison directe de l'importance de la valeur pour une échéance et une prime égales;
- b) L'écart croît en raison inverse de la quotité de la prime et diminue quand la prime augmente. Toujours à une même échéance et pour une valeur d'importance égale.
- c) L'écart croît en raison directe de l'échéance du marché, diminuant quand l'échéance se rapproche, augmentant quand elle s'éloigne pour une valeur d'importance égale et une prime de quotité égale.

Nous venons de tenter d'expliquer brièvement, mais aussi clairement que possible, le mécanisme des opérations à prime. Dans la pratique, si l'opération à prime

---

(16) M. Massebœuf est obligé d'assortir les lois qu'il établit de corollaires qui les assouplissent. Ces lois expriment une tendance, non une vérité mathématique, comme toutes les lois économiques.

(achat ou vente) se retrouve employée à l'état simple, elle sert souvent de base à de multiples combinaisons, soit avec des marchés fermes, soit avec d'autres marchés à prime.

Ces combinaisons complexes peuvent se ramener à trois types théoriques principaux :

- Prime contre ferme : Achat ou vente à prime contre achat ou vente ferme en quantité supérieure, égale ou inférieure.
- Ferme contre prime : Achat ou vente ferme contre achat ou vente à prime en quantité inférieure, supérieure ou égale.
- Prime contre prime : Achat ou vente d'une grosse prime contre achat ou vente d'une petite prime en quantité inférieure, égale ou supérieure.

En pratique, ces diverses opérations et combinaisons à prime permettent de spéculer à la hausse, à la baisse, indifféremment à la hausse ou à la baisse, avec des risques ou des bénéfices divers.

Voici le tableau qu'on en peut dresser <sup>(17)</sup> :

#### 1° OPÉRATIONS A LA HAUSSE :

a) *Achat à prime* (risque limité, bénéfice illimité). — Exemple : Le 13 décembre, j'achète pour la liquidation fin janvier 25 Peugeot à 370 d/10.

A cette échéance, si les cours ont baissé, il me suffira d'abandonner 250 francs pour être libéré. Si les cours ont monté, mon gain sera proportionnel à la hausse. C'est l'opération type de *spéculation à la hausse*.

---

(17) Nous ne tenons pas compte des courtages à payer afin de simplifier.

b) *Achat ferme contre vente à prime d'une même quantité* (bénéfice limité, risque illimité). — J'achète fin courant 25 Peugeot à 360 et je revends 25 Peugeot en même temps pour la même échéance à 370 d/5<sup>(18)</sup>. En cas de hausse à l'échéance, mon gain est limité à la différence entre les deux cours ( $370 - 360 = 10$  francs), soit 250 fr. pour 25 titres. En cas de baisse, ma perte peut être illimitée; elle sera toutefois diminuée de la prime d/5, que j'encaisserai. Une telle combinaison semble de prime abord assez peu intéressante. Elle a cependant l'avantage de procurer un bénéfice en cas de stagnation des cours; en outre, elle permet, utilisée comme début d'une série d'opérations, de commencer par un gain.

c) *Achat d'une prime contre vente à prime d'une même quantité* (bénéfice et risque limités). — J'achète le 5 décembre 25 Peugeot à 370 d/10 fin janvier, et je revends en même temps 25 Peugeot à 378 d/5 pour la même échéance. En cas de hausse, je gagne la différence entre 378 et 370, soit 8 francs par titre; en cas de baisse, ma perte de 10 francs par titre est diminuée des 5 francs que j'encaisse, et je perds en tout 125 francs.

## 2° OPÉRATIONS A LA BAISSÉ :

a) *Vente à prime à découvert* (bénéfice limité, risque non déterminé). — Je vends fin courant 25 Peugeot à 270 d/10. Si les cours baissent, je gagne la prime; s'ils montent, ma perte peut être illimitée. Cette opération élémentaire paraît très dangereuse. Elle est cependant employée par les capitalistes soucieux, en période calme, de faire produire aux titres qu'ils ont en main plus que leur revenu normal.

---

(18) Nous négligeons les positions intermédiaires, il suffit de leur appliquer ce qui a été dit précédemment.

b) *Vente ferme contre achat à prime d'une même quantité* (bénéfice non défini, risque limité). — C'est l'opération type de spéculation à la baisse.

Je vends ferme fin courant 25 Peugeot à 360 et j'achète en même temps pour la même échéance 25 Peugeot à 370 d/10. En cas de hausse, je perdrai la différence entre 370 et 360, soit 10 francs; en cas de baisse, mon gain sera illimité, mais diminué toutefois de la prime que je devrai abandonner.

c) *Vente d'une prime contre achat d'une autre prime* (même quantité) (bénéfice et risque connus d'avance). — Le 4 décembre, je vends fin janvier 25 Peugeot à 370 d/10 et j'achète en même temps 25 Peugeot à 378 d/5. En cas de baisse des cours à l'échéance, les primes sont abandonnées; j'encaisse :  $40 - 5 = 5$  francs; en cas de hausse, je perds :  $378 - 370 = 8$  francs par titre.

### 3° OPÉRATIONS MIXTES OU A CHEVAL :

Ces combinaisons permettent de gagner indifféremment à la hausse ou à la baisse. Elles consistent en un achat ou une vente de ferme ou de prime effectué simultanément à une opération contraire de vente ou d'achat d'une quantité plus grande de primes. Cette seconde opération, qui porte exclusivement sur des primes, a toujours lieu à un cours plus élevé que la première. Sans entrer dans le détail, donnons un exemple de l'opération la plus pratiquée : vente ferme contre achat d'une quantité supérieure de primes.

Exemple : Je vends fin courant 25 Peugeot à 360 et j'achète en même temps 50 Peugeot à 370 d/10. Si à l'échéance les cours ont dépassé 370, j'aurai 25 titres à livrer, mais sur les 25 restants, mon bénéfice sera illimité.

Si au contraire à l'échéance les cours sont au-dessous de 360, je paierai 500 francs de primes abandonnées; mais si la valeur a baissé au-dessous de 340, les primes me seront largement remboursées par la différence que j'encaisserai. Ce sont les positions intermédiaires qui seront les plus dangereuses, quoique mon risque soit toujours limité au maximum de 500 francs, qui sera atteint si la réponse se fait à 360. Cette opération à cheval n'est pas intéressante en cas de période de calme, mais seulement si on prévoit des déplacements de cours suffisamment amples.

Les combinaisons que nous venons d'esquisser ne s'effectuent pas en général à l'état isolé; partant d'une de ces opérations complexes, le spéculateur « défend sa position » suivant les variations de cours au moyen de nouveaux achats ou de nouvelles ventes de façon à sauvegarder son bénéfice ou à l'améliorer.

L'ensemble des diverses opérations à prime échafaudées les unes sur les autres constitue ce que l'on appelle une « échelle de primes ». L'échelier dresse son échelle en y mentionnant toutes les opérations en cours sur une même valeur et pour une même échéance, de façon à se rendre compte de sa position aux divers cours du titre qu'il travaille.

La diversité des opérations à prime, la multiplicité des combinaisons auxquelles elles se prêtent, en font l'instrument rêvé de la spéculation. Leur pratique n'est toutefois accessible qu'à ceux qui y sont préparés par une formation professionnelle solide. Avant la guerre, le marché à prime avait une importance considérable sur les valeurs de premier plan. Le marché à terme de la rente française 3 p. 100, qui existait au parquet et en coulisse, comportait le marché de primes le plus important de la Bourse

de Paris. Depuis la guerre, les marchés à prime ont perdu de leur importance. C'est en période de stabilité des cours qu'ils offrent le plus d'intérêt; l'inflation et la stabilité des changes d'après guerre, l'ignorance d'une grande partie du public, ont restreint leur nombre. Ils se traitent néanmoins toujours en grande quantité sur les rentes françaises et sur les valeurs dirigeantes du marché.

Une période de calme doit d'ailleurs leur redonner un nouvel intérêt. C'est que leur rôle est loin d'être négligeable. Si, comme les marchés à terme et plus qu'eux, ils contribuent à régulariser les cours, ils jouent en outre un rôle essentiel d'assurance en couvrant les opérations à terme. Il suffit à cet égard de se reporter aux diverses combinaisons possibles pour voir que les opérations à prime permettent de limiter de façon exacte le risque des opérations fermes. Elles sont bien plus près des contrats d'assurances que des paris, auxquels on peut parfois les assimiler.

#### § 4. — Stellages.

Outre les marchés fermes et les marchés à prime dont nous venons de parler, et qui sont seuls largement employés par les spéculateurs français, on peut encore pratiquer à la Bourse de Paris deux genres de marchés à terme de type plus complexe qui sont empruntés l'un aux Bourses allemandes, le « stellage »; l'autre à la Bourse de Londres, le « call of more ».

Le stellage est une opération par laquelle l'acheteur se réserve le droit de se déclarer à l'échéance soit acheteur, soit vendeur, d'une certaine quantité de titres à des cours déterminés, qui constituent l'écart du stellage.

Pour l'acheteur ou preneur du stellage, l'opération est

à risque limité et connu d'avance; c'est l'équivalent d'une vente ferme contre achat du double à peine.

Pour le vendeur ou donneur du stellage, l'opération est à risque illimité : elle équivaut à un achat ferme contre vente du double à prime.

Le stellage est en somme une vente et un achat à terme sous réserve d'une option entre elles à l'échéance. C'est une opération à cheval qui n'offre d'intérêt pour le preneur que si les variations de cours sont assez amples. Prenons un exemple : le 31 décembre, je conclus<sup>(19)</sup> au 15 mars un stellage sur 25 Citroën, cotant 505 ferme à 470/544. A l'échéance, je devrai ou bien me porter vendeur à 470, ou bien me porter acheteur à 544.

Si le jour de la réponse l'action Citroën cote moins de 470, je gagnerai la différence en me portant vendeur à ce cours; si elle cote plus de 544, je gagnerai encore en me portant acheteur.

Si Citroën cote un cours entre 470 et 507, je perdrai de 1 à 37 francs en me portant vendeur. Si les cours sont entre 507 et 544, ma perte sera de 37 à 1 franc en me portant acheteur. C'est à 507 que sera la limite de ma perte maximum. Mais on s'aperçoit que, Citroën cotant ferme 505 lors de la conclusion de l'opération, il faudra un écart de cours d'une certaine importance pour qu'elle soit bénéficiaire.

### § 5. — « Call of more », ou option du double.

Le « call of more », ou « option du double », est un achat ferme doublé d'une option. L'acheteur de call of more achète ferme une certaine quantité de titres à un

---

(19) Exemple pris sur la cote officielle du 31 décembre 1933.

cours plus élevé que le cours ordinaire du moment et a le droit, lors de l'échéance, de prendre le double de la quantité achetée ferme. C'est une opération à la hausse à risque non défini.

Supposons un achat de call of more sur 25 Citroën à 500 francs. Si à l'échéance les cours sont inférieurs à ces prix, l'acheteur ne perdra la différence que sur 25 titres. Si les cours sont supérieurs, il exigera 50 titres, que le vendeur devra lui livrer, et réalisera un gain deux fois plus élevé. En contre-partie de cet avantage, l'écart entre le cours du ferme et celui du call of more est forcément assez sensible.

Exemple : Le 31 décembre, Canadian Pacific cote ferme 220; on cote des options du double au 14 mars (jour de la réponse des primes) à 236 et 237.

Telles sont les principales modalités que peuvent présenter les opérations de bourse à terme. Il va de soi que la Chambre syndicale, souveraine en la matière, pourrait autoriser d'autres modes de négociation empruntés aux places étrangères.

## SECTION II

### LE DÉNOUEMENT DES OPÉRATIONS A TERME

Si en principe les opérations à terme doivent se dénouer à une échéance déterminée appelée liquidation, c'est là en pratique une règle trop rigide, mal adaptée aux besoins de la spéculation : reports et déports sont nés de cette nécessité où se trouvent les spéculateurs de prolonger leurs engagements. Nous les étudierons donc après avoir parlé des liquidations. Indiquons cependant auparavant que, si chaque spéculateur peut étendre ses opérations au-delà de leur échéance normale, il peut, au contraire, s'il

est acheteur, en exiger l'exécution avant terme au moyen de l'escompte.

### § 1. — L'escompte.

C'est la faculté que possède, en vertu de l'article 63 du décret du 7 octobre 1892, tout acheteur à terme de se faire livrer à toute époque, avant l'échéance, les titres acquis en consignnant leur prix. Ce droit appartient tacitement aux acheteurs. Point n'est besoin qu'il ait été réservé expressément, et le vendeur qui veut s'y soustraire doit le stipuler dans le contrat en insérant la formule « non escomptable ».

M. Edmond Guillard, dans son livre sur les opérations de Bourse, a expliqué cette réserve unilatérale au profit de l'acheteur, en disant que c'était là une contrepartie des conditions généralement plus onéreuses qui lui sont faites pour un achat à terme que pour un achat au comptant. En réalité, c'est plutôt là une manifestation de l'hostilité que l'opinion a toujours nourrie vis-à-vis des vendeurs à terme, en qui elle voit des semeurs de panique (19 bis). Cette faculté d'escompte est d'ailleurs justement refusée à l'acheteur quand le vendeur a dû recourir à un déport (article 63 du règlement général). Sinon le vendeur serait à la merci de l'acheteur (reporté) qui pourrait le réescompter aussitôt.

Un acheteur à terme qui entend user de sa faculté d'escompte en informe son agent de change ou son coulissier en consignnant le prix d'achat. Cet intermédiaire « escompteur » met alors en demeure le confrère « escompté » de lui livrer les titres au moyen d'une affiche posée avant l'ouverture de la Bourse.

---

(19 bis) Cf. Aboul-Ela, *loc. cit.*

Si l'agent de change vendeur a ordre d'exécuter le marché par une livraison effective, il remet alors les titres à l'agent acheteur. L'opération est très simple; on dit que l'escompte est direct. En général, le client de l'intermédiaire escompté ne veut pas ou ne peut pas livrer. L'agent de change va alors se procurer les titres en escomptant à son tour un autre agent vis-à-vis de qui il est lui-même acheteur de la valeur réclamée. On dit qu'il lui rend l'escompte du premier. Le nouvel escompté procédera de même vis-à-vis d'un autre confrère, jusqu'à ce qu'on arrive à un agent de change qui ait vendu sans avoir acheté. Tous ces escomptes successifs s'appellent escomptes indirects.

Les titres exigés doivent être livrés dans les délais prévus pour les ventes au comptant.

La faculté d'escompte dont jouit l'acheteur à terme est absolument arbitraire. Elle n'handicape guère les vendeurs à découvert, qui redoutent fort peu une menace qui ne peut être réalisée qu'à condition de disposer de capitaux considérables. Son résultat le plus certain est de permettre de temps en temps à quelques gros acheteurs d'étrangler un découvert par trop aventuré. En exigeant la livraison avant terme, ces gros spéculateurs mettent les vendeurs à découvert dans l'obligation de se racheter à n'importe quel prix. Ils leur cèdent alors à des conditions draconiennes les titres dont ils ont pris soin de se munir et qui sont destinés à leur revenir ensuite, non sans leur avoir procuré de fructueux bénéfices...

Quoi qu'il en soit, ce mode de règlement anticipé des opérations à terme revêt un caractère exceptionnel, et ne vaut point qu'on s'y arrête longuement. Il était bon toutefois d'en signaler l'existence...

## § 2. — Les liquidations.

Le règlement de toute opération à terme a lieu à une échéance déterminée. Ce règlement se nomme liquidation, mot qui désigne aussi l'échéance. Nous savons déjà qu'au parquet il y a une liquidation le 15 et une liquidation le dernier jour du mois, sauf jour férié, auquel cas la liquidation est reportée au lendemain. En coulisse, il n'y a qu'une liquidation mensuelle, ce qui permet aux spéculateurs d'envisager des variations de cours d'une plus grande amplitude.

Il y a trois façons d'effectuer la liquidation d'une position à terme.

1° Par l'exécution pure et simple du marché : l'acheteur paie en liquidation et « lève » les titres que le vendeur doit lui livrer;

2° Par la liquidation ou réalisation de la position : l'acheteur revend en liquidation les titres qu'il ne peut pas lever, et le vendeur rachète en liquidation les titres qu'il ne peut pas livrer. Leur position liquidée, par les soins de leur intermédiaire, acheteur et vendeur ont une différence à payer ou à recevoir;

3° Par la prolongation de l'engagement à terme (achat ou vente) pour la liquidation suivante, grâce au report de la position au moyen d'un prêt d'argent ou d'un prêt de titres<sup>(20)</sup>. Là encore les opérations se règlent par une différence.

Les spéculateurs engagés pour la liquidation doivent donner leurs instructions la veille de celle-ci, sinon ils sont reportés d'office, et la veille de la réponse des primes, s'ils sont acheteurs d'options.

---

(20) Cf. plus loin reports et dépôts.

Le jour précédant chaque liquidation, à 13 h. 30, a lieu la *réponse des primes*. A ce moment, stipule l'article 5 du règlement de la Chambre syndicale des agents de change de Paris, les intermédiaires doivent se déclarer réciproquement si les opérations à prime deviennent des marchés fermes ou si la prime est abandonnée. Cette attitude dépend du cours que cotent à ce moment les valeurs traitées à prime; la fixation de ce cours, appelé cours de réponse, est librement débattue et donne lieu à une lutte très vive entre vendeurs et acheteurs. A défaut d'instructions précises des spéculateurs, les achats à prime sont liquidés d'office au cours de réponse, l'acheteur de primes étant supposé désireux de limiter son risque.

Le lendemain du jour de la réponse des primes, soit le 15 et le dernier jour du mois <sup>(21)</sup>, commence la liquidation. Ce premier jour, la Chambre syndicale des agents de change et celle des coulissiers fixent, chacune en ce qui concerne les valeurs admises à sa cote à terme, un cours conventionnel aussi voisin que possible du cours coté en Bourse à ce moment, appelé cours de compensation. Ce cours sert de base au calcul des différences à payer par les spéculateurs qui soldent leurs engagements en liquidation et aux opérations de report. Une fois le cours de compensation fixé, on liquide rentes et valeurs, et on établit en conséquence les « comptes de liquidation », qui sont envoyés aux donneurs d'ordre. Les spéculateurs qui, après sommation écrite ou télégraphique, ont refusé de renouveler ou de compléter leur couverture sont liquidés d'office.

Les deuxième et troisième jours de la liquidation, les agents de change et intermédiaires balancent leurs comp-

---

(21) Ou le lendemain si ces jours sont fériés.

tes entre eux et se mettent d'accord sur les sommes qu'ils ont à se payer et les effets qu'ils ont à se livrer. Le premier de ces deux jours est généralement consacré aux « débiteurs » et aux « mouvements de titres », le second aux « créiteurs ». Lors de la liquidation de quinzaine au parquet, le règlement des comptes dure un jour au lieu de deux.

Le quatrième jour (en général le 3 du mois), ont lieu entre clients et intermédiaires les paiements et les livraisons de titres. Ce jour-là, et au premier cours, ont lieu les « exécutions » des spéculateurs défaillants qui ne règlent pas leurs comptes ou ne complètent pas leur couverture : leurs positions sont allégées ou exécutées complètement, d'office, par le rachat des titres dont ils sont vendeurs, et la vente des valeurs dont ils sont acheteurs.

Enfin, le cinquième jour appartient aux intermédiaires, qui font entre eux leurs mouvements de titres ou de capitaux.

### § 3. — Reports et déports <sup>(22)</sup>.

L'acheteur et le vendeur à terme dont l'engagement arrive à échéance n'ont souvent ni la totalité des fonds, ni les titres nécessaires à l'exécution de leurs engagements. Or, à la liquidation, toutes les opérations à terme doivent être réglées puisqu'elles ont été précisément conclues pour le terme qui arrive à échéance. Si la pratique des reports n'existait pas, les acheteurs à terme qui n'ont pas les fonds devraient vendre au comptant les titres acquis à terme, afin de pouvoir régler leurs engagements. Les vendeurs qui n'ont pas les titres devraient de leur

---

(22) Cf. *Les reports. Etude économique et juridique*, par Paul Foy, thèse Paris, 1932.

côté les acheter au comptant afin d'être en mesure de les livrer. Suivant la prédominance de l'une ou de l'autre de ces catégories de spéculateurs sur le marché d'une même valeur, on assisterait, étant donné l'ampleur forcément restreinte du marché au comptant, à des écarts de cours énormes et désordonnés dans le sens de la baisse ou de la hausse. Les spéculateurs malheureux devraient régler des différences désastreuses.

Mais leurs malheurs ne se borneraient pas là. Si, par exemple, intimement convaincus que la baisse du titre acheté n'est que passagère, ils voulaient reprendre position sur cette même valeur, ils devraient procéder à un nouvel achat pour le terme suivant, et leurs demandes simultanées provoqueraient une hausse désordonnée dont ils seraient de nouveau les victimes.

Les conséquences d'un tel état de choses seraient la disparition rapide de tous les spéculateurs et l'impossibilité même d'un marché à terme des valeurs mobilières digne de ce nom.

Ajoutons à cela qu'un spéculateur à terme, si les moyens lui sont fournis d'attendre plusieurs liquidations en maintenant sa position, peut voir sa situation se modifier dans un sens favorable par suite des fluctuations du marché. L'intervalle de temps qui sépare deux liquidations n'est d'ailleurs pas suffisant pour permettre des variations de cours intéressantes. Il y a, par suite, pour celui qui opère à terme, une utilité très grande à pouvoir prolonger ses engagements au-delà de leur échéance normale.

La liquidation des engagements à terme devant cependant être assurée, il fallait que les spéculateurs pussent se procurer argent et titres et renouveler leurs engagements sans recourir au marché au comptant. Ils y sont

arrivés grâce aux reports dont le fonctionnement est assuré par les intermédiaires intéressés au premier chef à la vitalité du marché à terme.

L'acheteur à terme (reporté) désireux de proroger sa position va vendre comptant au cours de compensation lors de la liquidation les titres qu'il ne peut ou ne veut pas payer à un possesseur de fonds (reporteur) vendeur à terme ou capitaliste. Il va ainsi se procurer, en très grande partie tout au moins, les fonds nécessaires pour payer son premier vendeur <sup>(23)</sup>. En même temps, il rachètera au reporteur les titres en question pour la prochaine liquidation au même prix augmenté d'un supplément qu'on appelle report.

Le report, c'est l'intérêt de l'argent prêté. Notons également que le mot sert plus généralement à désigner l'ensemble de l'opération qui permet au spéculateur de proroger sa position.

Inversement, le vendeur à terme désireux de prolonger son engagement va acheter comptant au cours de compensation à un possesseur de titres (capitaliste ou acheteur à terme) les titres qu'il pourra ainsi livrer à son premier acheteur. En même temps, il les lui revendra pour la prochaine liquidation au même prix diminué d'une bonification qu'on appelle déport.

Nous savons que les prorogations de position se réalisent par l'intermédiaire des agents de change et des coulistiers. Quand ils vont se réunir pour y procéder, sur chaque valeur il se trouve un certain nombre d'acheteurs à terme désireux de faire reporter leur position (c'est-

---

(23) A la liquidation, si les cours sont en baisse, chaque spéculateur doit cependant, même s'il se fait reporter, régler la différence entre son cours d'achat et le cours de compensation, base du report.

à-dire vendre au comptant et acheter à terme) (V/a) à la liquidation suivante et un certain nombre de vendeurs désireux de reporter leur position (R) (c'est-à-dire acheter au comptant et vendre à terme) (a/V) à la liquidation suivante.

Leur premier soin sera de compenser les positions des uns et des autres.

Si le nombre des acheteurs à terme l'emporte sur celui des vendeurs, les premiers nommés devront faire appel aux capitalistes qui ne prêteront leurs fonds que moyennant une rémunération dont le montant sert à calculer le taux du report, qui sera d'autant plus élevé que le nombre des acheteurs reportés sera plus grand ou que les capitaux disponibles seront plus rares. Dans ce cas, les vendeurs à terme qui, bien qu'en quantité moindre que les acheteurs, reportent leurs positions toucheront le même intérêt que les capitalistes puisqu'ils rendent le même service; ils tireront profit du prolongement de leurs engagements. C'est d'ailleurs là le cas normal. Les spéculateurs s'engagent plus volontiers à la hausse qu'à la baisse, et par suite l'ensemble des acheteurs à terme est généralement sur une place plus élevé que celui des vendeurs.

La cotation d'un déport revêt un caractère plus exceptionnel; elle a lieu lorsqu'à la liquidation le nombre des vendeurs à terme d'une valeur, qui reportent, l'emporte sur le nombre des acheteurs de cette même valeur qui se font reporter. Les vendeurs doivent alors faire appel à des capitalistes possesseurs de titres qui prêteront les quantités non fournies par les acheteurs. Mais les capitalistes exigent un loyer qui sera d'autant plus élevé que la demande de titres sera plus grande et le nombre de

titres disponibles plus restreint. Ce loyer ou déport, les acheteurs à terme le toucheront comme les capitalistes puisqu'ils rendent le même service. Ils tireront profit à leur tour du prolongement de leurs engagements.

Supposons enfin qu'acheteurs et vendeurs à terme soient en nombre égal; il semble au premier abord que leurs positions respectives se faisant équilibre il ne devrait y avoir ni report ni déport. En réalité, il y aura cotation d'un report dit normal ou positif. Nous savons que le reporté vend au comptant et achète à terme alors que le reporteur achète au comptant et revend à terme. Or, par rapport à l'acheteur au comptant qui devient propriétaire immédiat du titre en payant aussitôt le prix, l'acheteur à terme peut acquérir la propriété du titre sans en verser immédiatement le prix. En somme, le reporté va recouvrer la propriété de titres analogues à ceux qu'il vient de vendre tout en gardant provisoirement leur prix. Il est nécessaire qu'il tienne compte au reporteur de l'intérêt normal de cet argent. Si un certain nombre d'acheteurs à terme qui veulent être reportés se trouvent en présence du même nombre de vendeurs à terme reporteurs, cet intérêt est le seul élément qui intervienne pour la fixation du prix de l'opération, les choses se passeront comme si un reporté se trouvait en face d'un reporteur. Les reportés devront payer aux reporteurs l'intérêt normal de leur argent. C'est cet intérêt qui constitue le report dit normal ou positif.

Pour qu'il n'y ait ni report, ni déport, que le report ait lieu « au pair », il faut donc que le nombre des vendeurs à terme désireux de reporter soit plus élevé que celui des acheteurs. C'est seulement dans ce cas qu'ils consentiront à abandonner l'intérêt de leur argent. Cet

intérêt profitera aux acheteurs et aux capitalistes prêteurs de titres. En réalité, il y a là un manque à gagner qui équivaut à un déport.

Ce sont les chambres syndicales du parquet et de la coulisse qui, de même que le cours de compensation, fixent le cours moyen des reports pour chaque valeur négociée à terme au moment de la liquidation. Ce cours est ensuite appliqué à toutes les opérations à terme reportées à la liquidation suivante.

Le prix du report pour chaque valeur est une moyenne entre le plus bas et le plus haut cours des reports débattus auparavant entre les intermédiaires. Ceux-ci se basent d'abord pour les discuter sur l'importance respective des positions acheteurs et vendeurs sur chaque valeur; c'est évidemment alors que le nombre des vendeurs peut entraîner pour une d'entre elles la cotation d'un report plus faible, ou même d'un déport. Mais les intermédiaires doivent également tenir compte du taux d'argent pratiqué en bourse le jour de la liquidation, c'est-à-dire du taux d'intérêt moyen annuel consenti par les capitalistes prêteurs de fonds aux agents de change d'une part et aux coulistiers d'autre part <sup>(24)</sup>. Ce taux, appelé aussi taux des reports, qui constitue le taux moyen des reports, et qu'il ne faut pas confondre avec le taux du report pratiqué pour chaque valeur, représente l'intérêt demandé aux intermédiaires par les banques principales dispensatrices de capitaux à court terme : il était par exemple de 2 3/4 p. 100 au parquet lors de la liquidation du 28 février 1934 et de 5 p. 100 en coulisse <sup>(25)</sup>.

---

(24) Ici encore, indépendamment des éléments que nous énumérons, il faut, en pratique, tenir compte du fait que les intermédiaires majorent de 20 à 30 p. 100 le prix théorique des reports, ce qui leur constitue une sorte de courtage supplémentaire.

(25) Voir cote de la Bourse et de la Banque du 28 février 1934.

Cette différence de 2 à 5 p. 100 qui se retrouve toujours entre le taux de l'argent au parquet et le taux de l'argent en coulisse a forcément sa répercussion sur les taux des reports qui sont en moyenne plus élevés sur le marché libre que sur le marché officiel. Elle est due d'abord à l'intervalle de temps différent qui sépare les liquidations (15 jours au parquet, 1 mois en coulisse). Egalement au fait que les coulissiers ne sont pas pécuniairement solidaires, en vertu d'un texte légal, comme les agents de change.

Sur les cotes, le taux du report est indiqué pour chaque valeur en francs et en centimes par titre unitaire. Exemple : A la liquidation du 30 décembre 1933, on a coté un report de 1,375 sur l'Air Liquide compensé au cours de 755. L'acheteur à terme de 100 titres, désireux de se faire reporter au 15 janvier, a dû payer à cet effet, indépendamment des courtages, la somme de 137 fr. 50. La lettre P indique que le report s'est fait au pair et la lettre B (bonification) placée à côté du chiffre porté dans la colonne des reports indique qu'il s'agit d'un déport que devront payer les vendeurs qui reportent.

Le prix des reports soumis à la loi de l'offre et de la demande dépend des besoins des acheteurs ou des vendeurs à terme et de l'importance du service rendu par les capitalistes fournisseurs d'argent ou de titre.

Les besoins des spéculateurs sont eux-mêmes conditionnés par l'évolution générale des cours : quand les cours du comptant s'élèvent, les acheteurs à terme ont intérêt à se liquider pour réaliser un bénéfice important; au contraire, les vendeurs à terme chercheront à reporter pour attendre la baisse. Les reportés diminuent en nombre par rapport aux reporteurs : les reports baissent. Si

le décalage entre la demande des titres émanant des vendeurs à terme qui reportent et l'offre de titres émanant des acheteurs qui se font reporter s'accroît au point que le nombre des premiers dépasse celui des seconds, les reports se font au pair, puis sont remplacés par un déport.

Quand les cours du comptant baissent, c'est le contraire qui se produit, le nombre des acheteurs désireux de se faire reporter s'accroît, la demande d'argent également, les reports augmentent.

Le taux du report peut donc constituer jusqu'à un certain point un baromètre pour les spéculateurs : un taux élevé est signe de baisse puisqu'il correspond à un accroissement du nombre des acheteurs qui se font reporter, le marché ayant évolué en baisse contrairement à leur position. En outre, devant la hausse des reports, les acheteurs pourront avoir intérêt à se liquider définitivement, ce qui pourra accentuer encore la baisse par suite de l'abondance des titres jetés sur le marché.

Inversement, un report faible ou au pair, la cotation d'un déport, sont signes de hausse puisqu'ils correspondent à un accroissement du nombre des vendeurs qui reportent, le marché ayant évolué contrairement à leurs prévisions. Devant subir des déports, bien des vendeurs préféreront se liquider, ce qui accentuera encore la hausse par suite de la demande accrue de titres.

Il faut se garder de prêter une trop grande signification à l'évolution des taux du report.

Néanmoins, le fait que le report se fait au pair, et surtout qu'on cote un déport sur telle ou telle valeur, est bien l'indice certain de l'existence d'une position vendeur assez chargée sur la valeur reportée. A l'accroissement de cette position correspondra une augmentation du taux

du déport, car le nombre des titres existant sur le marché et qui pourront être prêtés est toujours limité. Dès lors et normalement, le découvert devra se liquider plutôt que de subir des déports ruineux, et ses rachats entraînent la hausse. Les syndicats boursiers savent bien d'ailleurs que la cotation d'un déport est très significative quant à la position de place sur telle ou telle valeur. Ils en profitent, après avoir accaparé les titres de cette valeur, pour faire « courir » les vendeurs après le titre et leur infliger des déports ruineux ou les obliger à se liquider à des cours considérablement majorés.

Au contraire, la solidarité qui existe entre les agents de change et l'abondance des capitaux à court terme viennent ôter une grande partie de leur signification boursière aux taux des reports.

En dépit de positions acheteur très chargées à reporter, les taux des reports pourront rester faibles si les capitaux à court terme sont abondants. Le capitaliste prêteur jouissant de la garantie solidaire des agents de change qui assure la sécurité de ses fonds, les capitaux en quête de placement vont affluer sur le marché des reports. Leur quantité n'étant pas limitée comme celle des titres, les reports ne hausseront pas en dépit d'un accroissement sensible des positions acheteurs à reporter. Alors que ce dernier fait doit entraîner la baisse, leur faiblesse paraîtra cependant un signe de hausse. La signification qu'ils perdent dès lors au point de vue strictement boursier, les reports la regagnent par contre au point de vue de l'état de l'offre des capitaux : leur faiblesse générale est l'indice de l'abondance et du bon marché des capitaux à court terme, comme telle leur étude est intéressante pour l'examen de la situation économique générale.

Malgré la restriction que nous venons de faire, il n'en reste pas moins que les taux des reports sont une indication utile de la position de place sur telle ou telle valeur. Certains spéculateurs avertis ne s'y trompent pas qui font des reports « hors bourse » en s'adressant eux-mêmes à des capitalistes qui leur prêtent l'argent ou les titres dont ils ont besoin. Ils arrivent ainsi à conserver le secret de leur position.

Il nous reste, pour compléter ce rapide exposé, à dire quelques mots de la nature juridique du report.

Depuis un arrêté de la Chambre civile de la Cour de cassation du 1<sup>er</sup> mars 1897, la jurisprudence est unanime à voir dans le report un contrat spécial constitué par un achat au comptant et une revente à terme, ou une vente au comptant et un rachat à terme intervenus simultanément sur les mêmes valeurs, entre les mêmes personnes.

De cette définition, les tribunaux ont tiré les conséquences suivantes : entre son achat au comptant et le terme de sa revente, le reporteur est propriétaire des titres. Il peut en disposer, assister et voter aux assemblées générales, encaisser les coupons, profiter des droits de souscription. Au terme de la revente et de l'exécution de celle-ci il doit simplement livrer des titres semblables « in genere » et non « in specie », à ceux qu'il avait acquis du reporté. Cependant, étant donné le caractère rétroactif de cette revente à terme, il doit tenir compte au reporté des avantages pécuniaires (coupons ou autres) dont il a bénéficié, soit par une diminution du montant des reports, soit par un débit de son compte en liquidation.

## CHAPITRE IV

### FONCTIONS ECONOMIQUES DU MARCHE A TERME

---

Ses règlements différés, qui permettent à l'acheteur à terme de se porter acquéreur sans avoir les fonds et au vendeur de s'engager sans avoir les titres, la multiplicité et la souplesse de ses combinaisons dues surtout aux opérations à prime, l'organisation simple et pratique de ses liquidations, les facilités de prolongation qu'offre le mécanisme de ses reports, font du marché à terme l'instrument parfait de la spéculation boursière. L'étude de ses fonctions économiques est, par suite, étroitement liée au problème de l'utilité de la spéculation.

Il y a peu de questions qui aient été, et même qui soient encore, aussi discutées que celle-ci. Moralistes, économistes, jurisconsultes, ont débattu sans cesse à son sujet.

Les moralistes ont été surtout frappés de la ruine et de la misère qui peuvent s'abattre sur les spéculateurs malheureux et sur leurs familles, comme aussi de l'effet démoralisant qu'entraîne une fortune rapidement acquise au moyen de spéculations heureuses. Leurs critiques viennent surtout de ce qu'ils ont assimilé spéculation et jeu, marché à terme de Bourse et pari. Proudhon, dans son *Manuel du spéculateur à la Bourse*, estimait que la Bourse nous offre comme deux tableaux sur lesquels on peut miser : « Celui de la hausse et celui de la baisse, de

même qu'il y a deux couleurs à la roulette; vendre en hausse, acheter en baisse, parier sur le rouge ou le noir, c'est tout un. Le hasard est le grand artisan des succès et des revers. » On ne peut, dans ces conditions, attendre de la spéculation en Bourse rien que de néfaste socialement et économiquement.

Ces considérations morales ont entraîné pendant toute une partie du xix<sup>e</sup> siècle l'application rigoureuse aux marchés à terme de l'exception de jeu <sup>(1)</sup>. Les tendances qui régnaient alors ne s'expliquent que par la confusion déjà signalée que faisaient beaucoup de gens et que certains font encore entre la spéculation et ses parasites : l'agiotage et le jeu. Ce sont pourtant là choses différentes :

« La spéculation, a très justement écrit l'auteur d'une thèse récente <sup>(2)</sup>, est l'intention de réaliser, en Bourse, un bénéfice par un acte d'achat ou de vente, quand on prévoit la hausse ou la baisse, après un examen sérieux du marché financier, basé sur le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande et sur les circonstances extérieures capables de le modifier. Dans le jeu de Bourse, on n'attend la hausse ou la baisse que du seul fait du hasard. Dans l'agiotage, on provoque la hausse ou la baisse par des manœuvres frauduleuses dans le but de fausser à son profit le libre jeu de la loi de l'offre et de la demande. »

En réalité, les moralistes qui condamnent la spéculation et le marché à terme ne savent point les distinguer de leurs abus, et, pour atteindre les seconds, condamnent délibérément les premiers dont le rôle est bienfaisant et utile. A procéder avec une telle rigueur, il est peu d'insti-

---

(1) Voir chap. I.

(2) Voir Aboul-Ela, *La spéculation en Bourse, son influence économique et morale*, thèse Paris, 1930.

tutions humaines qui seraient dignes d'être conservées, car il n'en est guère qui ne présentent le pire à côté du meilleur.

Les économistes ne s'y sont guère trompés. Ils savent que les spéculateurs jouent un rôle essentiel par les prévisions sur lesquelles sont basés leurs engagements. Anticipant sur les événements de toute nature, ils assurent ainsi aux cours des valeurs une stabilité relative et leur évitent des fluctuations brutales et démesurées. N'est pas d'ailleurs spéculateur qui veut, au moins spéculateur dans le vrai sens du terme. Il faut pour cela des connaissances économiques et financières très poussées en même temps qu'une pleine possession de la technique boursière. Il faut, en outre, déployer une intelligente perspicacité pour arriver à déterminer la vraie portée des événements économiques, politiques, sociaux, susceptibles d'influencer le marché de telle ou telle valeur. Il serait vain de poursuivre plus longuement ici une controverse qui ne présente plus qu'un intérêt restreint.

Les économistes dignes de ce nom sont unanimes à reconnaître l'utilité de la spéculation, tout en en condamnant les excès. « Spéculer c'est prévoir », écrit Colson dans son *Cours d'économie politique* <sup>(3)</sup>, et un grand marché ne peut subsister sans un personnel nombreux d'hommes d'affaires, ayant pour métier de se renseigner et d'agir dans le sens indiqué par leurs prévisions. Or, c'est seulement avec un grand marché que les affaires se développent et que les ressources nécessaires aux entreprises un peu vastes parviennent à se grouper...

Si cependant on prétendait vouloir proscrire la spécu-

---

(3) T. I, 1926, p. 66.

lation afin d'éviter ses abus, en supprimant le marché à terme, le remède serait pire que le mal, car on ne ferait que rejeter la spéculation sur le marché au comptant, ce qui lui enlèverait la plus grande partie de son action régulatrice.

En validant les marchés à terme, le législateur de 1885 s'est incliné devant cette vérité évidente. Il a reconnu l'utilité, la nécessité même de la spéculation et les fonctions économiques essentielles du marché à terme. Nous allons essayer de donner un aperçu rapide de ces fonctions qui se manifestent vis-à-vis du marché des valeurs en général, du crédit public et des capitaux privés.

## SECTION PREMIERE

### LE MARCHÉ A TERME ET L'ACTIVITÉ GÉNÉRALE DE LA BOURSE

Le rôle du marché à terme est primordial dans l'ensemble de l'organisme boursier. Il est à la fois, bien que ces termes puissent paraître contradictoires, le *moteur de la Bourse* et le *régulateur des cours*.

C'est un fait patent que le marché à terme donne le ton à l'ensemble de la Bourse. C'est lui qui décide de l'orientation générale des cours à la hausse ou à la baisse. Les fluctuations des valeurs inscrites à sa cote se répercutent sur le marché au comptant. Il suffit de lire les journaux financiers pour constater que, de la tendance du marché à terme, ils déduisent l'allure générale de la Bourse, et ils ne font point la déduction arbitraire, mais constatent un fait quotidien. Son rôle d'animateur, le marché à terme le doit aux choix des titres qui l'alimentent et aux facilités de négociation qui le caractérisent.

Malgré certaines introductions qui peuvent parfois

paraître critiquables, les chambres syndicales des agents de change et des coulissiers ont généralement le souci d'inscrire à leurs cotes du terme des valeurs de sociétés importantes et bien connues, choisies parmi les plus représentatives dans la branche de l'activité économique à laquelle elles appartiennent et de faire en sorte que chaque industrie importante soit représentée. Il n'est à cet égard que de parcourir la cote du marché à terme officiel pour constater que la métallurgie s'y trouve bien représentée par des titres comme : Schneider et Cie, les Forges et Aciéries du Nord et de l'Est, les Tréfileries du Havre, etc.; l'industrie automobile, par Citroën et Peugeot; l'alimentation, par les Raffineries Say; les transports, par les valeurs de nos grands réseaux; les banques, par les titres de nos principaux établissements de crédit; l'industrie chimique, par Kuhlmann, Péchiney, etc.

Comme en même temps tous les fonds d'Etat français sont admis de droit à la cote du terme, et qu'en outre quelques titres de Sociétés étrangères de premier ordre, Rio Tinto (cuivre), Royal Dutch (pétrole), Montecatini (produits chimiques), etc., y figurent, on peut dire que le marché à terme est un résumé de la Bourse. Les événements susceptibles d'influer sur l'allure de celle-ci se traduiront d'abord sur lui. Comme tel, c'est un baromètre très sûr de l'activité économique d'un pays.

Il convient même de remarquer que ce n'est point tant le nombre des valeurs cotées à terme qui importe au point de vue de la tendance boursière que le bon choix de ces valeurs : de l'ensemble de la cote du terme se détachent en effet quelques titres, qui, soit en tous temps, soit par période, font figure de leaders par rapport à l'ensemble du

marché. Sur ceux-ci, opérations fermes et à prime sont plus nombreuses que sur tout le reste des valeurs traitées à terme. Citons à cet égard au parquet : le 3 p. 100 perpétuel, la Banque de France, le Suez, le Métropolitain, Citroën, le Rio Tinto, la Royal Dutch, etc., dont les cours servent en tout temps d'indication générale à l'ensemble de la Bourse...

Mais ce rôle de moteur de la Bourse que le marché à terme peut jouer grâce au choix caractéristique des valeurs inscrites à sa cote, il n'est en mesure de l'assurer effectivement que par les facilités de négociation que procurent aux spéculateurs son organisation et son fonctionnement.

Sans revenir ici sur ce qui a déjà été dit, nous rappellerons brièvement quelques-uns des avantages les plus caractéristiques qu'il présente :

— D'abord et avant tout, possibilité d'achat à terme sans avoir les fonds et de vente sans avoir les titres.

— Economie considérable de temps et diminution des risques de perte ou de vol réalisées par le groupement aux liquidations des livraisons de titres et des mouvements de fonds. Remplacement partiel de ces mouvements entre les intermédiaires par un système central très simple de compensation à la Chambre syndicale.

— Centralisation sur un seul compte dénommé compte de liquidation des écritures concernant toutes les opérations faites par le même spéculateur entre deux liquidations, etc.

S'il est le moteur de la Bourse, le marché à terme en est aussi le régulateur. Cette fonction essentielle, il la doit à l'ampleur de ses transactions. Grâce à la multiplicité des opérations à terme qui se traitent au cours de la durée d'une seule Bourse, il est possible de faire exé-

cuter des ventes ou des achats effectifs portant sur un nombre important de titres pouvant représenter des capitaux parfois considérables sans influencer sensiblement les cours pratiqués. Des négociations de même importance effectuées sur le marché au comptant entraîneraient des difficultés sérieuses, et, à moins qu'on y procédât avec des délais suffisants, provoqueraient des différences de cours désastreuses.

« Le marché à terme, disait au Sénat en 1930 M. Charles Dumont, ancien ministre des Finances, est une sorte de balancier, un instrument de compensation, où un cercle de professionnels étudiant les causes qui peuvent favoriser la montée des cours d'un titre, ou au contraire justifier sa baisse, établissent un marché régulateur dans lequel se compensent et s'équilibrent les excès passagers d'offres et de demandes. De telle sorte qu'on peut à peu près chaque jour vendre une valeur à son vrai cours sans précipiter la hausse si les demandes sont nombreuses, sans précipiter la baisse si les offres dépassent la normale... » (4.)

Nous reviendrons plus loin sur ce rôle essentiel de régulateur du marché à terme quand nous examinerons ses rapports avec le crédit public puis avec les capitaux privés. Nous voudrions toutefois expliquer ici le fait qui permet cette fonction modératrice des cours due à l'ampleur des transactions :

Sur le marché au comptant, le nombre restreint des titres de chaque valeur cotée empêche inéluctablement l'accroissement illimité des transactions, alors surtout que bien des titres sont tenus hors de toute circulation dans des portefeuilles particuliers.

---

(4) Cf. thèse Paul Foy, déjà citée.

Il n'en va pas de même sur le marché à terme. Les règlements s'y faisant normalement entre spéculateurs par le paiement de simples différences, sans livraison matérielle des titres, le nombre des transactions possibles sur chaque valeur devient pratiquement illimité; il peut dépasser le chiffre des titres existants sans que cela empêche la conclusion, puis le dénouement des opérations. Seul importe pour le spéculateur de trouver un contrepartiste qui n'ait comme lui que l'intention de réaliser des différences, ce qui est le cas normal.

Ajoutons à cela que la possibilité d'effectuer aisément les opérations d'arbitrage avec les places étrangères, grâce à de simples jeux d'écritures, sans envoi fréquent de titres, renforce encore le rôle de régulateur des cours du marché à terme.

## SECTION II

### LE MARCHÉ A TERME ET LE CRÉDIT PUBLIC

Si l'Etat doit en principe assurer normalement l'équilibre de son budget à l'aide de ses ressources ordinaires : produits de l'impôt, revenu de ses domaines, il est légitime qu'il recoure à l'épargne privée, qu'il fasse appel à l'emprunt pour se procurer les capitaux qui lui sont nécessaires afin d'assurer le développement de l'outillage et de la production nationale, ou de faire face à des dépenses extraordinaires et imprévues, comme celles qui peuvent résulter d'une guerre. C'est d'ailleurs un des traits caractéristiques de l'organisation financière des Etats modernes que la tendance sans cesse accrue qu'ont les gouvernements de recourir à l'emprunt pour faire face aux obligations et aux charges nouvelles qu'entraîne pour l'Etat la complexité de la vie économique et sociale.

Il importe dès lors, au plus haut point, à la prospérité d'un pays et de ses habitants, puisque l'Etat doit emprunter, qu'il puisse le faire à des conditions peu onéreuses, qu'il jouisse d'un bon crédit. Le maintien du crédit public n'intéresse pas seulement les contribuables. Il est également nécessaire aux entreprises nationales qui ne peuvent en général trouver les capitaux à long terme qui leur sont indispensables à des conditions plus favorables que celles qui sont consenties à l'Etat, principal emprunteur.

Si l'Etat veut emprunter à bon compte, il faut qu'il ait en face de lui un large marché financier, d'abord pour absorber ses émissions successives sans baisse de son crédit, ensuite pour maintenir le cours de ses rentes et le taux de l'intérêt qu'il sert. Pour assurer ce large marché, les opérations à terme jouent, nous le savons déjà, un rôle primordial.

Quand une émission nouvelle a lieu, le montant total des titres offerts au public ne peut en général être absorbé entièrement par des souscripteurs, acheteurs au comptant. Sans doute les montants irréductibles, c'est-à-dire les petites quantités entièrement libérées, proviennent de la petite épargne. Mais de la spéculation émanent les plus grosses souscriptions. N'ayant pas les capitaux nécessaires, les spéculateurs, afin de se les procurer, vont revendre à terme les quantités souscrites. Ils reporteront ensuite leurs positions jusqu'à ce que le « flottant » qu'ils portent finisse par se placer aux meilleures conditions dans les portefeuilles particuliers.

On saisit ici sur le vif le rôle essentiel du report dans le marché à terme. Quand l'émission sera classée, c'est grâce à lui que seront ensuite possibles à la fois d'im-

portantes transactions sur les rentes et le maintien des cours.

Après la guerre de 1870, écrit Neymarck, « la coulisse fit souscrire à nos emprunts libérateurs. Elle soutint les cours de la rente, qui, émise à 82,50 et 84,50, s'éleva à 119 et 120. A cette époque, agents de change, courtiers et coulissiers ont rendu des services qu'il ne faut pas oublier. »

Inversement, pendant la Grande Guerre, écrit M. Cavelier<sup>(5)</sup>, « la suppression inévitable des marchés à terme a nui grandement au succès des emprunts nationaux que l'on dut émettre pendant la période des hostilités. L'absence de tout échange spéculatif a empêché le montant des souscriptions d'atteindre le chiffre formidable qu'on aurait été en droit d'espérer, si les marchés à terme avaient pu fonctionner comme en temps normal. De 1915 à 1925, les difficultés de négociation des nouvelles rentes de guerre, concurrencées par les émissions permanentes de Bons du Trésor sexennaux et décennaux et par les obligations de la Défense nationale, ont fait regretter davantage encore l'absence des marchés à terme. »

Les gouvernements connaissent et apprécient d'ailleurs si bien le rôle du marché à terme en matière de crédit public qu'ils imposent d'office l'admission de leurs rentes à la cote du terme<sup>(6)</sup>.

---

(5) *La gestion des fortunes mobilières*, 2<sup>e</sup> éd., 1934, p. 227.

(6) Voir précédemment, p. 25.

### SECTION III

#### LE MARCHÉ A TERME ET LES CAPITAUX PRIVÉS

Vis-à-vis des capitaux privés, la fonction du marché à terme est également très importante.

Il permet d'abord la création et de grandes entreprises et d'affaires nouvelles. Le processus est le même qu'en matière de crédit public : les spéculateurs vont prendre en mains les valeurs nouvelles introduites sur le marché à terme, et, grâce aux reports qui leur permettent de prolonger leurs engagements, ils répandront peu à peu les titres dans le public. Désormais, la valeur est classée, et, chaque fois qu'elle aura besoin de capitaux nouveaux, ses émissions se feront sans difficulté. C'est ainsi que le marché à terme a permis de donner une grande diffusion à un certain nombre de valeurs françaises et a contribué à renforcer leur crédit. Il a également permis la prospérité d'entreprises et d'industries nouvelles en leur donnant les moyens de trouver chez les spéculateurs, que les risques n'effraient point, les capitaux indispensables à leur création et à leur développement; un exemple de ce rôle bienfaisant du marché nous est donné par le cas de la Société « Tanganyka concessions », créatrice de l'Union minière du Haut-Katanga et du Benguela Railway. Emis à 1 livre en 1899, les titres de cette Société se tenaient encore au-dessous de ce cours vingt ans après. Pendant vingt ans, la spéculation, grâce au marché à terme, a « porté » ce titre, payé des reports et des frais mensuels, facilité la réunion d'un capital formidable en absorbant les émissions successives et permis ainsi l'exploitation du plus beau gisement de cuivre du monde (7).

---

(7) Cf. Cavelier, *loc. cit.*

Inversement, grâce au marché à terme, les capitalistes de notre pays ont pu s'intéresser à quelques grandes valeurs étrangères, comme la Royal Dutch, la Central Mining, etc.; ces titres internationaux ainsi acquis par des Français contribuent à l'équilibre de notre balance des comptes.

Mais le marché à terme ne fournit pas seulement un débouché à l'épargne créatrice, il permet encore à l'épargne réserve de trouver normalement un emploi sûr et rémunérateur. Les capitaux à court terme détenus par les grands établissements de crédit, les disponibilités de certains capitalistes, viennent en effet s'employer en reports dès que le taux de ces derniers atteint un niveau suffisant.

Au surplus, point n'est besoin de recourir plus longuement à l'examen des fonctions du marché à terme si l'on veut établir son utilité. Le seul fait de son existence prouve sa nécessité. Les abus y sont possibles; ils tiennent aux hommes qu'entraîne la passion du gain et non à l'institution. Celle-ci ne peut pas se discuter dans notre monde moderne dont l'organisation économique et financière est à base de crédit. Qui dit crédit dit nécessairement spéculation, celui qui prête des capitaux à autrui étant déjà un spéculateur. Or, nous croyons avoir montré que le marché à terme était l'instrument nécessaire et régulateur de la spéculation boursière... C'est une nécessité de notre vie moderne.

---



## DEUXIÈME PARTIE

### LA CRISE ÉCONOMIQUE ACTUELLE ET LE MARCHÉ A TERME

---

#### CHAPITRE PRÉLIMINAIRE

##### LES CRISES ÉCONOMIQUES ET LA BOURSE

---

C'est une des caractéristiques essentielles de l'évolution économique des nations modernes que l'alternance de périodes d'essor et de périodes de dépressions, séparées par une crise lorsque les secondes succèdent aux premières.

Ce phénomène, dont l'apparition a coïncidé avec les débuts du machinisme, a fait depuis tantôt un demi-siècle l'objet d'études nombreuses. Stanley Jevons, le premier, a remarqué que, dans le cours du xix<sup>e</sup> siècle, les crises s'étaient succédé à des intervalles presque réguliers de dix ans : 1815, 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882. Après lui, Clément Juglar a montré que la vie économique des peuples modernes évoluait par cycles dont la crise ne constituait que l'une des phases.

Chaque nation, a-t-il dit, se trouve successivement placée, dans une période prospère, dans une période de

crise, puis dans une période de liquidation. La crise proprement dite est généralement très courte; elle ne dure que quelques jours. Elle est toujours marquée par l'arrêt de la hausse, et constitue le point d'intersection entre la période d'essor qui la précède et la période de dépression qui la suit. Toutefois, par suite d'une confusion constante que nous admettrons au cours de notre exposé, on étend la dénomination de crise à l'ensemble de la dépression subséquente.

On estime généralement, en faisant abstraction du décalage provoqué par la Grande Guerre, que les cycles économiques ont une durée de sept à onze ans, la période d'essor étant normalement plus longue que celle de dépression.

Les trois phases se déroulent de la façon suivante : au début de la période d'essor qui succède à quelques années de stagnation les capitaux sont abondants, les prix peu élevés; les consommateurs accroissent leurs achats; les capitalistes transforment leurs valeurs à revenu fixe en valeurs à revenu variable; les industriels développent leurs productions. Ce sont certaines industries, plus favorisées car susceptibles de répondre rapidement à une demande accrue et de donner des profits importants, qui « repartent » les premières. Puis l'essor se généralise. La hausse des matières premières entraîne celle des produits fabriqués. Le trafic augmente, les salaires s'élèvent, les titres industriels et commerciaux bénéficient de plus-values. De nouvelles entreprises apparaissent alors; la spéculation et les abus du crédit contribuent à pousser les cours au-delà des niveaux raisonnables. Finalement, la production excède la consommation.

La crise éclate quand les marchandises comme les

valeurs mobilières ne trouvent plus d'acquéreurs aux prix trop élevés qu'elles ont atteints. La hausse s'arrête alors, et la baisse lui succède, l'excédent de production ne se résorbant point du jour au lendemain.

C'est, en général, l'industrie métallurgique qui donne le signal de la baisse, car c'est chez elle que se manifeste d'abord le ralentissement des commandes.

La période de liquidation commence, les entreprises les moins solides, pour qui le maintien de leurs prix de vente est une question vitale, tombent en faillite. Les autres prennent le parti de restreindre leur production et de baisser leurs prix. Toutefois, si la dépression s'étend à l'ensemble du monde économique, elle ne se manifeste pas à la fois dans tous les pays et dans toutes les industries. Les crises économiques ne sont pas générales, elles sont généralisées. Ce sont les pays les plus évolués au point de vue technique et économique, ceux où les abus du crédit et de la spéculation ont été les plus flagrants, qui sont les premiers touchés. Ce sont également les produits dont l'utilité pour le consommateur n'est pas directe, les produits de luxe en particulier, qui s'effondrent d'abord. La restriction est plus lente pour les autres produits. En même temps, les capitaux fuient les placements en actions qui pâtissent directement de la dépression pour rechercher les placements en obligations et particulièrement les placements à court terme.

La période de liquidation se poursuit jusqu'à la reprise des affaires.

Quels sont les indices révélateurs des crises économiques et de leur périodicité ? Juglar s'est spécialement attaché à l'examen des bilans des banques d'émission. Le total du mouvement annuel des escomptes traduit

fidèlement, selon lui, l'état économique d'un pays. Il passe par un maximum l'année où éclate la crise. Pour M. Lescure <sup>(1)</sup>, au contraire, les phénomènes de la production et de la consommation doivent être placés sur le même rang que ceux du crédit. Certaines industries jouent, selon lui, un rôle essentiel dans le mouvement général des affaires. L'arrêt de leur développement marque le début de la crise. Les entreprises de chemins de fer ont longtemps joué ce rôle. C'est maintenant l'industrie automobile qui a pris leur place. D'autres s'attachent encore aux prix des matières premières. Les prix des métaux, notamment, leur paraissent être les meilleurs indices de l'état industriel général.

Le même désaccord persiste entre les auteurs quand il s'agit de déterminer les causes de l'évolution cyclique. Elle est évidemment due au jeu des lois naturelles (loi de l'intérêt personnel, loi de l'offre et de la demande). Toutefois, M. Aftalion pense que la longueur du procès de production capitaliste est un facteur déterminant de l'évolution cyclique, l'organisation économique moderne à base de machinisme n'étant pas susceptible d'une adaptation instantanée aux besoins de la consommation. Les cycles s'enchaînent, parce que la production de l'outillage est trop accrue en période de prospérité, trop diminuée en période de dépression. M. Lescure s'attache plus spécialement, quant à lui, au mouvement des profits. C'est la hausse plus rapide du coût de production que du prix de vente, autrement dit la baisse du profit, qui paralyse l'esprit d'entreprise, restreint les commandes et entraîne la baisse des prix <sup>(2)</sup>.

---

(1) *Des crises générales et périodiques de surproduction*, 4<sup>e</sup> éd., 1932.

(2) Lescure, *loc. cit.*, p. 488.

Les cycles décennaux que nous venons d'évoquer, s'ils sont de loin les plus intéressants, ne sont pas les seuls à caractériser l'évolution économique des pays modernes. On pourrait déceler, les englobant, des périodes d'amplitude plus longue. C'est ainsi que, de 1845 à 1873, le monde a passé par une période générale de hausse; de 1873 à 1894, par une période de baisse; par une période de hausse de 1895 à 1920; une nouvelle période de baisse est inaugurée par la crise de 1920 (3).

La Bourse des valeurs mobilières, et plus spécialement le marché à terme, subissent inéluctablement le rythme de flux et de reflux qui agite l'économie moderne, puisque les valeurs qui s'y négocient représentent les diverses branches de l'industrie nationale. A cet égard, l'étude des fluctuations de cours sera particulièrement révélatrice de l'évolution économique générale. La Bourse enregistrera fidèlement et traduira, par la hausse, puis la baisse des cours de ses valeurs et de leurs revenus, l'alternance des périodes d'essor et des périodes de dépression.

Mais son rôle n'est pas seulement celui d'un simple appareil enregistreur : le rôle de la spéculation est de prévoir. Avant que la crise arrive, les spéculateurs avisés se débarrassent des actions industrielles et commerciales, qui seront touchées. La baisse des valeurs précédera souvent l'éclatement de la crise. La Bourse jouera donc ici le rôle d'un véritable baromètre, à condition toutefois que la majorité de ses spéculateurs soit constituée de professionnels avertis et rompus aux affaires. L'allure de certaines des valeurs négociées est même particulièrement significative : les valeurs métallurgiques commencent sou-

---

(3) Lescure, *loc. cit.*, p. 2.

vent à baisser avant que la crise arrive, les industries qu'elles représentent étant les premières touchées.

Bien entendu, c'est le marché à terme, instrument parfait de la spéculation et de ses prévisions, qui traduira le mieux, par son allure générale, ce sentiment de défiance. Quand les spéculateurs ont l'impression que la crise approche, un découvert commence à se former qui va peu à peu accélérer ces ventes, jusqu'à ce que, les acheteurs perdant courage, les cours, après avoir glissé parfois pendant quelque temps, s'effondrent brutalement.

Cet effondrement, s'il est particulièrement violent, peut prendre l'allure d'un krach. Comme tel il marque souvent le point de crise et déclenche l'ouverture de la période de liquidation : la crise de 1823 fut marquée par une crise de Bourse très intense. L'action Real Del Monte de 70 liv. st., payée 50 liv. st. en décembre 1824, passait à 1.350 en janvier 1825. Quelques mois après, la Compagnie était vendue pour un prix total de 27.000 liv. st., alors que son capital était de 1 million de liv. st. En 1873, la crise de Bourse fut très intense à Berlin, Vienne et New-York. On y baissa de 40 à 50 p. 100. A New-York, on dut fermer la Bourse du 20 au 30 septembre. La crise de 1882, signalée en France par le krach de l'Union générale, fut marquée d'abord par une crise boursière.

L'Union générale, après avoir atteint 2.280 francs en décembre 1881, s'effondrait le 12 janvier à 1.250, bientôt suivie par d'autres établissements de crédit, les grandes sociétés industrielles françaises et même par l'action de la Banque de France (4). En 1929, c'est par une crise boursière que s'ouvre la crise américaine. En dix jours,

---

(4) Lescure, p. 112.

du 18 au 29 octobre, 20 millions de titres changent de mains. Du milieu de septembre à la fin d'octobre, la valeur des titres cotés à New-York diminue de 32 milliards de dollars. La baisse persiste en novembre et décembre.

C'est une opinion communément répandue que d'imputer au marché à terme et à ses spéculateurs les krachs boursiers qui se produisent au moment des crises. Il serait cependant faux de croire que la spéculation à terme est alors plus dangereuse que la spéculation au comptant. Le rôle régulateur du marché à terme permet, au contraire, de ralentir la chute des cours et d'éviter leur effondrement brutal d'un jour à l'autre.

---

## CHAPITRE PREMIER

### LES CARACTERES GENERAUX ET LES PRINCIPALES PHASES DE LA CRISE ECONOMIQUE ACTUELLE EN FRANCE

---

Comme l'a très justement fait remarquer M. Georges Bloch <sup>(1)</sup>, auteur d'une thèse récente, la crise économique dont les effets se font encore sentir sur le monde se caractérise par son ampleur, son intensité, sa profondeur et sa durée. Par son ampleur, car elle frappe toutes les nations civilisées évoluant dans l'orbite économique moderne de structure capitaliste; par son intensité, car elle a ruiné des entreprises industrielles, commerciales ou bancaires réputées pour leur importance : il suffit d'évoquer ici les noms du Krédit Anstalt et de la Kreuger and Toll; par sa profondeur, car elle a ébranlé l'organisation financière et monétaire de la plupart des Etats, qui, à l'exemple de l'Angleterre, au mois de septembre 1931, puis des Etats-Unis, en avril 1933, ont abandonné le système du Gold-Standard.

Elle a fait naître, en outre, de graves questions politiques et sociales : changements de régimes politiques, développement excessif du chômage. Enfin elle est encore caractérisée par sa durée. On peut placer son début au

---

(1) Cf. G. Bloch, *La crise économique actuelle en France*, thèse Dijon, 1933.

moment de la débâcle de Wall Street, en octobre 1929, et, à l'heure où nous écrivons, les faibles indices d'amélioration que l'on a pu percevoir à la fin de 1932 et en 1933 ne permettent pas d'affirmer que nous soyons à l'aube d'un nouvel essor.

La crise de 1929-1930 est survenue pendant une période de baisse générale des prix inaugurée par la crise de 1920 et due à deux facteurs essentiels : la reconstitution de la production mondiale gravement atteinte par la Grande Guerre, les perfectionnements techniques dans tous les domaines. Elle n'a pas été précédée dans certains pays comme l'Angleterre, l'Allemagne et même les Etats-Unis (2) par une période d'essor analogue aux périodes d'avant guerre, et la gravité qu'elle a tout de suite revêtue dans ces divers pays vient de l'affaiblissement de leurs milieux économiques : le milieu économique anglais était fortement handicapé par la revalorisation intégrale de sa monnaie survenue en 1923, par l'ancienneté de son outillage industriel, par le niveau de vie élevé de ses ouvriers, dont beaucoup d'ailleurs étaient en chômage chronique. En Allemagne, la politique démagogique des gouvernements, qui, après la débâcle monétaire de 1923, ont tous plus ou moins ouvertement tendu à mettre leur pays dans l'impossibilité de faire face aux charges que lui avaient imposées les traités de paix, avait fortement affaibli l'armature financière du pays. Quant aux Etats-Unis, la surproduction y avait pris un caractère normal et durable à la suite du développement industriel entraîné par la guerre et main-

---

(2) De 1923 à 1929, les Etats-Unis n'ont pas connu une période de prospérité ininterrompue. Les indices, qui synthétisent le mouvement de la production, marquent deux époques de dépression très caractérisées en 1923-1924 et en 1927 (Lescure, p. 301).

tenu ensuite par des procédés de crédit de plus en plus aventureux.

A côté de ces milieux affaiblis et instables, l'économie française était restée à peu près saine. Après avoir accompli un long et remarquable effort en vue de reconstituer l'équipement de ses régions les plus industrielles dévastées par la guerre, la France avait stabilisé sa monnaie, équilibré ses budgets, retrouvé sa balance des comptes excédentaires. En même temps, l'équilibre entre ses productions agricoles et industrielles, l'absence de chômeurs, l'abondance de ses capitaux, la politique généralement prudente et sage de ses chefs d'entreprises, avaient encore renforcé sa situation économique.

Aussi s'explique-t-on qu'elle soit restée assez longtemps indemne et que la crise n'ait point d'abord revêtu chez elle le caractère de gravité qu'elle a tout de suite pris dans les autres pays, bien que, de 1927 à 1930, elle ait connu une période de grande prospérité (l'indice global de la production hausse de 37 points d'avril 1927 à mars 1929).

Comme lors des précédentes crises, les cours des principaux métaux et les cours de la Bourse n'ont pas manqué de jouer leur rôle d'avertisseurs. C'est en février 1929 que la Bourse des valeurs de Paris a connu ses cours les plus élevés; nous y reviendrons plus loin<sup>(3)</sup>. C'est en mars 1929 que la plupart des métaux, le cuivre, le zinc, le plomb, ont atteint leur prix maximum<sup>(4)</sup>.

---

(3) Nous ne ferons pas état dans le présent chapitre des indices boursiers, puisque nous allons ensuite nous consacrer plus spécialement à leur étude.

(4) Le cuivre, à 1.478 francs les 100 kilos; le zinc, à 397 francs les 100 kilos; le plomb, à 367 francs les 100 kilos (*Annuaire statistique de la France* de 1926 à 1931).

Mais il faut arriver au second semestre de 1930 pour enregistrer en France des symptômes de dépression économique. Au cours du premier semestre, l'indice général de la production industrielle culmine en effet à 144 (base 100 en 1913). Mais à partir du mois de juin, un glissement s'amorce, d'abord rapide dans l'été de 1930, puis ralenti au début de 1931. En mai de cette année, l'indice est à 129. Cependant jusque-là ce sont surtout nos industries d'exportations qui ont souffert. Au début de 1931, le reste de l'industrie française accuse encore des chiffres de production satisfaisants. Le nombre maximum de chômeurs officiellement secourus pendant cette période a été de 51.815, atteint le 11 avril 1931.

Jusqu'à cette époque, les troubles économiques qui se manifestent en France sont relativement limités. Un redressement rapide semble possible, et l'optimisme est de mise dans les milieux officiels.

Seulement, en juin 1931, une crise internationale de crédit vient se superposer à la crise économique. Depuis 1924, l'Allemagne avait emprunté, principalement dans les Pays anglo-saxons, et immobilisé en placement à long terme environ 40 milliards de marks, dont 12 milliards de capitaux prêtés à court terme. Au mois de juin 1931, elle s'est trouvée dans l'impossibilité préméditée de rembourser les crédits à court terme venant à échéance et d'assurer le service des annuités du Plan Young. Sur la prière du maréchal Hindenburg, le Président Hoover lance, le 20 juin 1931, sa proposition de moratoire. Il espère ainsi sauver les capitaux américains fortement compromis. Le moratoire, que des accords entre banques étendent aux créances privées, n'empêche point la crise allemande de passer par une phase aiguë que marque la défaillance de

la Danat et la Dresdner Bank. A son tour, le moratorium allemand joint à une véritable panique financière causée par la mauvaise situation budgétaire entraîne le 21 septembre 1931 la suspension de l'étalon-or en Grande-Bretagne <sup>(5)</sup>. Cette décision oblige les Pays scandinaves à prendre une mesure analogue et déclenche une crise boursière générale.

L'économie française n'est pas cette fois-ci épargnée. Les indices de la production, le nombre des wagons chargés, le rendement de la taxe sur le chiffre d'affaires, traduisent un ralentissement économique de plus en plus inquiétant. L'indice général tombe à 100 en février 1932 et passe par un minimum de 92 en juillet de la même année, la diminution étant plus sensible pour les industries exportatrices (industrie mécanique, métallurgie, textiles) que pour les industries pourvoyeuses du marché intérieur (électricité, alimentation).

L'encaisse-or et devises de la Banque de France, qui n'avait jusqu'alors cessé de croître, notre pays semblant offrir un refuge sûr aux capitaux étrangers avides de sécurité, diminue de 1 milliard 1/2 par rapport à 1931.

Enfin, le nombre des chômeurs inscrits aux caisses officielles atteint 305.916 le 19 mars 1932.

La France est désormais en pleines difficultés économiques. A son tour, elle paie tribut à la crise, et cette contribution n'est pas encore dans les plus lourdes. L'économie française présente toutefois un symptôme particulier, spécialement préoccupant : c'est la résistance des prix de détail en face de la baisse des prix de gros. Alors que l'indice général des prix de gros est descendu de 543

---

(5) En août et septembre, 200 millions de livres d'or sont retirées de la Banque d'Angleterre.

(base 100 en 1913), moyenne de 1930, à 391 en novembre 1932, l'indice des prix de détail passe seulement pendant la même période de 607 à 504, après avoir commencé seulement à baisser au cours du deuxième semestre de 1931. L'indice du coût de la vie ne baisse en novembre 1932 à Paris que de 11 p. 100 par rapport à 1930, année du maximum<sup>(6)</sup>. La diminution du prix de l'existence est bien plus accentuée dans les pays étrangers.

Cependant, à partir du deuxième semestre de 1932, indices et prix se stabilisent. La France semble avoir touché le fond de la crise. Dans les derniers mois de 1932 et au début de 1933, on commence même à percevoir certaines marques d'amélioration. L'indice général de la production se relève à 99 en janvier 1933, à 104 en mars et à 112 en juin. Beaucoup d'industries donnent alors des signes certains d'amélioration : l'indice de la production vient de 53 en avril 1932 à 72 en juin 1933, dans les textiles; de 77 à 103, dans l'industrie de l'acier; dans l'industrie automobile, l'indice remonte de 399 en mai 1932 à 513 en mars 1933<sup>(7)</sup>.

Ce n'est d'ailleurs pas l'économie française qui donne le signal du relèvement qui se manifeste alors; elle ne fait que suivre l'économie mondiale pour qui l'année 1933 paraît marquer la fin de la dépression et le début d'une ère de lent relèvement. L'économie anglaise, dont les exportations sont heureusement influencées par la baisse de la livre, et l'économie japonaise favorisée par le bon marché de sa main-d'œuvre se relèvent bien plus activement. L'indice de la production industrielle de la Grande-

---

(6) Il tombe de 581 à 516 (*Bulletin statistique générale*, t. XXII, fasc. II, janv.-mars 1933).

(7) *Bulletin statistique générale*, année 1932-1933 (base 100 en 1913),

Bretagne, tombé de 100 en 1928 et 109 en 1929 à 82 en 1931, se retrouve à 94 en décembre 1933. Au Japon, pendant la même période, l'indice de la production croît de 100 (moyenne 1928) à 139 (novembre 1933) <sup>(8)</sup>.

Pour ne point se laisser distancer par les pays à monnaie dépréciée, les Etats-Unis ont suspendu, le 19 avril 1933, la convertibilité en or du dollar. Il est encore trop tôt pour juger l'ensemble des mesures prises par le Président Roosevelt qui poursuit d'une façon d'ailleurs totalement empirique, caractéristique du génie anglo-saxon, une réorganisation à tendance étatiste de l'économie américaine. Il faut cependant constater que si, dans les mois qui ont suivi avril 1933, il y a eu une reprise violente mais factice de la production américaine (l'indice passe de 58 en 1932 à 85 en juillet 1933) (base 100 en 1928) et des exportations (indice 80 en septembre 1933 [1913, 100] contre 66 [moyenne 1932]), cette hausse n'a pu être maintenue dans son intégralité (l'indice de la production retombe à 68 en décembre 1933 et celui des exportations à 67). Ce réveil de l'économie mondiale se trouve matérialisé dans les recettes et le trafic du canal de Suez, qui sont, en février 1934 <sup>(9)</sup>, en augmentation continue depuis la fin de 1932.

Malheureusement, au contraire de la reprise mondiale qui s'est maintenue à la fin de 1933 et au début de 1934, la légère amélioration constatée en France pendant le premier semestre de 1933 ne s'est pas poursuivie au cours du second semestre. Déjà handicapée, en dépit des barrières douanières et des contingentements, par le maintien

---

(8) Statistiques publiées par les bureaux de Mitsubishi.

(9) 934 navires transités en janvier et février 1934, contre 878 en 1933. Recettes : 145 millions contre 136.

du franc à sa parité or, la France a vu sa situation économique empirer par suite de ses difficultés financières. De telle sorte que si elle a subi plus tardivement que les autres nations les effets de la crise, son redressement est également plus tardif.

Depuis juillet 1933, l'indice général de la production industrielle est retombé de 112 à 106 en décembre 1933. Le nombre des chômeurs secourus s'est élevé ce même mois à une moyenne quotidienne de 312.900. Mais c'est surtout au point de vue financier que la situation de notre pays a empiré. Une véritable crise de confiance, provoquée par l'impuissance des gouvernements successifs à réduire les dépenses considérables qui incombent à l'Etat français, a entraîné une forte diminution de l'encaisse-or de la Banque de France, qui, de décembre 1932 à décembre 1933, a baissé de plus de 6 milliards. Au début de 1934, les scandales politiques et les troubles de la rue ont accéléré la cadence des retraits d'or, qui ont atteint près de 2 milliards dans les premiers jours de février. Il n'a fallu rien moins que la constitution d'un Gouvernement de trêve pour arrêter l'amenuisement de notre encaisse métallique.

La tâche de ce Gouvernement n'est pas aisée : le crédit de l'Etat a fortement baissé, entraînant la cherté des capitaux à long terme pourtant indispensables au réveil de nos entreprises nationales, et réalisant la situation paradoxale de l'argent très cher alors que les capitaux thésaurisés sont évalués à 30 ou 40 milliards. Une cause qui, parmi tant d'autres, et à notre avis plus que beaucoup d'entre elles, vient, en outre, compliquer l'œuvre gouvernementale de redressement économique, c'est la persistance et même l'aggravation de l'écart déjà signalé qui sépare les prix de gros des prix de détail : alors que

l'indice général des premiers est à 389 en décembre 1933, l'indice du coût de la vie à Paris résiste encore à 526 en novembre 1933. Il n'entre pas dans notre étude d'étudier les raisons de cette anomalie qui caractérise l'économie française. La situation du producteur et celle du consommateur français seront cependant bien améliorées le jour où ce désaccord s'atténuera.

En résumé, nous rejoignons au terme de ce chapitre les constatations mises en avant à son début : ce qui frappe avant tout l'observateur impartial des faits économiques, c'est la gravité exceptionnelle de la crise de 1930 et de la période de dépression qui la suit.

La crise actuelle dépasse tellement celles qui l'avaient précédée et toutes les prédictions dont les économistes les plus pessimistes avaient entouré son début que la question s'est posée et se pose toujours de savoir si on se trouve en présence d'une crise cyclique de type normal et défini, susceptible de se résoudre par le seul jeu des lois économiques naturelles, ou si, au contraire, nous n'assistons pas à une crise du régime économique de type capitaliste. Des esprits avertis comme M. Germain Martin, M. Louis Rollin, ancien ministre du Commerce, penchent pour la deuxième solution et ne voient une issue aux difficultés au milieu desquelles nous nous débattons que dans l'économie dirigée, notion encore discutée et imprécise, qui, d'une façon générale, vise la substitution de l'initiative de l'Etat à l'initiative particulière dans l'œuvre de production. Cette économie nouvelle a des disciples fervents parmi les chefs des grands Etats modernes. C'est grâce à elle, nous l'avons dit, que le Président Roosevelt pense sortir des difficultés particulièrement intenses au milieu desquelles se débat la nation américaine.

Au contraire, la majorité des économistes français ne voit dans la crise actuelle, avec M. Rist et M. Lescure, qu'une crise cyclique normale, quoique de type accentué, due, selon M. Lescure, aux erreurs des états-majors du capitalisme. Nous n'avons point qualité pour discuter de la question, notre ambition étant seulement de montrer ici l'aspect boursier de la crise vue sous l'angle spécial du marché à terme. Cette vue d'ensemble n'en était pas moins nécessaire à l'intelligence de notre travail.

---

## CHAPITRE II

### LA CRISE BOURSIERE ET SES MANIFESTATIONS COMMUNES A L'ENSEMBLE DU MARCHE DES VALEURS

---

La crise boursière qui, en France comme dans les autres pays, a accompagné la crise économique générale, est, tout comme cette dernière, caractérisée par son intensité et par sa durée. Les valeurs à revenu variable ont perdu en moyenne depuis 1929 les deux tiers de leur prix alors coté, et la fortune mobilière française a subi, de ce fait, une amputation considérable. Depuis février 1929, les cours des valeurs françaises n'ont pas cessé de reculer, et ils ont atteint à la fin du mois de mars 1934 un niveau inférieur au niveau moyen de 1924 (1).

Il est vrai d'ajouter que si la crise boursière actuelle revêt une ampleur tellement inusitée, c'est qu'elle a été précédée d'une poussée spéculative sans précédent. La chute a été d'autant plus profonde que la montée avait été plus démesurée.

De novembre 1927 à février 1929, à la suite de la dévalorisation du franc et du gonflement économique, d'ailleurs général dans le monde s'est produit à la Bourse de Paris une hausse considérable des valeurs à revenu variable, hausse de 89 p. 100 dans l'ensemble, qui a revêtu une

---

(1) Indice 198 contre 208 et encore évalué en francs de 1928.

allure particulièrement rapide à la fin de 1928 (11 p. 100, par exemple, en août 1928) et au début de 1929 (13 p. 100 en janvier 1929).

Ce fut alors la belle époque des théoriciens de l'extrapolation et du coefficient 5. La hausse des valeurs mobilières devait, disait-on, compenser la dévalorisation de la monnaie. Et comme, malgré tout, les revenus distribués ne justifiaient point une élévation aussi accentuée des cours, la spéculation incitait le public à perdre de vue la notion désuète de revenu pour ne plus s'attacher qu'à la valeur intrinsèque du titre qu'on dégagait exclusivement des bilans plus ou moins fantaisistes et des perspectives d'avenir sans tenir compte des dividendes distribués. En février 1929, les efforts des haussiers pouvaient se matérialiser de la façon suivante : sur la base de l'indice 100 en 1913, les valeurs à revenu variable atteignaient en moyenne le chiffre de 548 et rapportaient net 2,28 p. 100, certains titres réputés de premier ordre donnant alors couramment 1 et 1 1/2 p. 100.

Il est certain que sans imiter les excès du marché américain, qui, bien que le dollar n'eût pas encore été déprécié, allait porter l'indice des cours de ses actions de 100 en 1913 à 473 en septembre 1929, ce qui représente une hausse supérieure de près de quatre fois à la hausse française, on avait alors dépassé les limites d'une capitalisation raisonnable.

Il faut d'ailleurs ajouter que les milieux boursiers français se sont assez rapidement rendu compte de leur erreur. Depuis mars 1929, la Bourse des valeurs de Paris va remarquablement, et plus d'un an à l'avance, jouer son rôle éminemment utile d'avertisseur des crises. Elle commencera une baisse prudente et lente qui se traduira en

avril 1930, alors que l'indice de la production française va culminer le mois suivant à 144, par un recul de 13 p. 100 sur l'ensemble des valeurs par rapport au maximum de 1929.

A partir du second semestre de 1930, tandis que la France commence à sentir les premières atteintes de la paralysie économique qui s'étend peu à peu au monde entier, la Bourse des valeurs accentue son mouvement de repli, suivant en cela l'allure générale de la situation économique. Toutefois, ce n'est qu'au cours des trois derniers mois de l'année que la crise boursière entre vraiment dans une phase aiguë et caractéristique.

C'est plus particulièrement à partir de cette époque que nous allons examiner ses manifestations sur le marché à terme. Il est impossible cependant d'isoler complètement ces dernières de l'ensemble de la crise boursière dont certains traits essentiels sont identiques pour toute la bourse : baisse des cours, diminution des dividendes, ralentissement des transactions sévissent, en effet, aussi bien sur le marché à terme que sur le marché au comptant. Leur étude doit donc précéder l'examen des effets particuliers de la crise sur le premier de ces marchés. Elle offre, en outre, l'avantage de mettre en relief les aspects principaux de la crise boursière. A cette étude va être consacré le présent chapitre.

## SECTION PREMIERE

### LA BAISSÉ DES COURS

Notre intention n'est point de procéder ici à un examen détaillé des fluctuations de cours qui ont pu se manifester sur les diverses valeurs cotées en Bourse. Ce serait sortir

du cadre de notre thèse. Nous voudrions simplement décrire dans ses grandes lignes l'allure générale de la crise boursière. Le marché à terme, pris dans son ensemble, n'a pu que manifester les mêmes tendances. Ce serait faire œuvre parfaitement vaine que de vouloir isoler ses fluctuations de celles de l'ensemble du marché des valeurs. On sait, en effet, que, par le choix des titres inscrits à sa cote, il est comme un résumé de la Bourse. Pour illustrer cependant cette vérité évidente, nous donnerons en terminant quelques indications sur les variations de cours des valeurs les plus significatives du marché à terme.

Nous nous servirons dans cette section, comme d'ailleurs tout au long du chapitre, des indices fournis par la *Statistique générale de la France* tant dans son bulletin trimestriel que dans son supplément mensuel. Au point de vue du mouvement des cours, nous nous arrêterons aux trois indices suivants :

1° Indice général des valeurs à revenu variable, qui représente la moyenne des cours pris en fin de mois de 300 valeurs françaises dont voici le détail : banques, 20; assurances, 15; houillères du Centre, 8; houillères du Nord, 11; industries extractives diverses, 8; forges et aciéries, 13; constructions mécaniques, 24; constructions navales, 6; matériaux de construction, 13; produits chimiques, 16; industries textiles, 16; chemins de fer (grands réseaux), 10; chemins de fer divers, 13; navigation, 9; gaz, 12; énergie électrique, 21; alimentation, 24; grands magasins, 8; industries diverses, 16; commerces divers, 12; sociétés coloniales, 20; sociétés françaises à l'étranger, 15.

2° Indice des valeurs étrangères à revenu variable (moyenne de 20 valeurs).

3° Indice des valeurs à revenu fixe (36 valeurs françaises); savoir : 3 p. 100 perpétuel, 3 p. 100 amortissable, foncière 3 p. 100 1883, foncière 4 p. 100 1913, chemins de fer 3 p. 100 (6 valeurs), 4 p. 100 (6 valeurs), obligations industrielles 3 p. 100 (9 valeurs), 4 p. 100 (10 valeurs). Depuis la conversion, le 4 1/2 p. 100 1932 figure également dans cette liste.

Nous retiendrons ce dernier indice, car le marché à terme, s'il comporte à sa cote une très forte majorité de valeurs à revenu variable, comprend également les valeurs à revenu fixe par excellence, les fonds d'Etat français (2). Nous nous y arrêterons donc en terminant.

#### § 1. — Valeurs à revenu variable.

Nous avons déjà dit comment, d'un niveau moyen de 287 en 1927, les valeurs françaises à revenu variable étaient passées à 548 en février 1929. A partir de cette époque commence une baisse lente et continue qui ramène en août de la même année l'indice à 501. En septembre, on remonte à 518, par suite de la furieuse poussée spéculative qui se produit à la Bourse de New-York, vers laquelle avaient afflué les capitaux des spéculateurs, pensant que c'était encore la seule place où l'on pût gagner de l'argent. Le mois suivant, c'est la fameuse débâcle de Wall Street. Le contrecoup en est assez réduit à la Bourse de Paris, où les cours tombent à 461 en novembre, minimum de l'année 1929. Au début de 1930, une reprise assez inopportune se manifeste en janvier et en avril, où l'indice remonte à 486. En mai, nouvelle chute à 462, et

---

(2) Y figurent, en outre : l'emprunt Young et quelques fonds d'Etat étrangers.

de juin à septembre l'indice se stabilise entre 440 et 420.

Pendant cette période, en quelque sorte préliminaire, on ne peut parler de crise boursière. La baisse des cours est relativement modérée : elle atteint environ 15 p. 100 par rapport à la moyenne de 1929, qui était de 507. Cependant, cette baisse offre un caractère remarquable que nous avons déjà signalé, mais qu'il faut souligner : elle a commencé, en effet, en plein essor économique, plus d'un an avant que la production française ressentît les premiers effets de la crise. La Bourse de Paris a donc pleinement joué, en France, son rôle d'avertisseur des crises. Bien des gens, qui dénoncent sans cesse les méfaits et le rôle néfaste de la spéculation en Bourse, ne tiennent point compte de ce fait caractéristique d'une des utilités de cette spéculation.

C'est au cours du dernier trimestre de l'année 1930 que la crise boursière française s'est véritablement manifestée, à la suite des krachs Oustric et Dewilder. En trois mois l'indice est tombé de 425 fin septembre à 349 fin décembre, soit une baisse de 18 p. 100 d'un terme à l'autre. Au début de janvier 1931, la chute s'accélérait encore le 14 janvier, les indices journaliers de la *Conjoncture économique* <sup>(3)</sup> atteignent un minimum de 322. Les jours suivants, une réaction violente, née de la précipitation même de la baisse, se déclenche. L'indice journalier remonte jusqu'à 391, maximum atteint le 11 février (reprise de 24 p. 100). Cette hausse brutale ne se maintient d'ailleurs pas, l'indice de la *Statistique générale*, qui était encore à 362 en mars 1931, tombe à 322 en mai, la tenue de la cote ayant été successivement atteinte par la déconfiture des

---

(3) *Revue d'économie politique*, 1932, p. 682. Ces indices sont assez sensiblement voisins de ceux de la *Statistique générale*; ils se tiennent à un niveau légèrement supérieur.

entreprises du groupe Bouilloux-Lafont, par la menace de l'Anschluss, puis par la révolution espagnole.

Cependant, même alors, la crise boursière ne revêt point le caractère extrêmement accentué qu'elle a déjà dans la plupart des Bourses étrangères. C'est que, dans cette première phase de la crise mondiale qui va jusqu'au milieu de l'année 1931, nous avons déjà montré que l'économie française paraissait devoir échapper, au moins partiellement, à la dépression économique. La Bourse de Paris traduit parfaitement cette impression. Alors que l'indice général des valeurs françaises est passé d'une moyenne de 507 en 1929 (548 en février) au chiffre déjà indiqué de 322 en mai 1931, l'indice des valeurs étrangères cotées en France tombe en même temps de 678 (723 en février 1929) à 298. A ce moment, les valeurs étrangères, qui pendant de longues années, à la suite de la dépréciation du franc, s'étaient tenues à un niveau moyen supérieur à celui des valeurs françaises, passent à un niveau inférieur. Elles ont perdu 60 p. 100 sur leurs plus hauts cours de 1929 contre 40 p. 100 pour les valeurs françaises.

Le deuxième semestre de 1931 s'ouvre sous les auspices qu'on espère favorables du moratoire Hoover. La Bourse salue d'une reprise qui, dans certains cas, atteint 10 p. 100 le geste du Président des Etats-Unis, dont on attend le sauvetage de l'économie allemande et des crédits que lui ont consentis les banquiers anglo-saxons. Seulement, cette hausse ne dure pas : le système bancaire allemand ne peut se rétablir que moyennant la mainmise de l'Etat sur les entreprises privées, et les Bourses allemandes sont fermées. Le mois de septembre va être le mois boursier le plus désastreux qu'aient connu les Bourses européennes. Le 21 septembre, l'Angleterre abandonne l'étalon-or; ce même

jour, seules dans le monde entier, les Bourses de New-York, Prague et Paris restent ouvertes. A la fin du mois, les valeurs françaises sont tombées à 269 contre 304 à fin août, et les valeurs étrangères à 223 contre 286, soit des baisses de 12 et 19 p. 100 en un mois, les plus fortes qu'ait connues la Bourse de Paris pendant un laps de temps aussi réduit.

Ce n'est pas la fin de l'année marquée par la liquidation du Comptoir Lyon-Alemand, puis par la déconfiture de la Banque Nationale de Crédit et par l'accentuation de la chute générale des indices économiques qui va pouvoir apporter aux cours des valeurs à revenu variable le soutien dont ils auraient besoin. Leur baisse se poursuit pendant le dernier trimestre pour aboutir à un minimum de 218<sup>(4)</sup> le 24 décembre, qui paraît marquer le fond de la crise boursière et qui correspond à une baisse de 60 p. 100 par rapport à février 1929. L'indice de fin du mois s'établit alors à 221. Mais, comme au début de 1931, une réaction, née de l'ampleur même de cette chute, se fait jour au début de l'année 1932. En février, l'indice général remonte à 294, soit une reprise de 33 p. 100. C'est là toutefois une amélioration prématurée à laquelle ne correspond pas encore une reprise de l'activité économique; aussi revient-on, en mai 1932, au niveau de décembre 1931 (indice mensuel, 220); l'indice journalier le plus bas, étant alors de 219, est atteint le 27 mai. Même les valeurs internationales, défavorablement influencées par la mort du financier Kreuger et la déconfiture de ses entreprises survenue en mars 1932, battent tous leurs précédents records de baisse. Elles atteignent 159 contre 165 à fin décembre

---

(4) Indice journalier de la *Conjoncture économique*.

1931. Leurs cours ont alors baissé de 78 p. 100 par rapport à février 1929. C'est là un minimum qui ne sera plus franchi. Le milieu de l'année 1932 marque d'ailleurs le fond de la crise économique mondiale. Au cours de cette deuxième phase, les valeurs françaises ont été presque autant touchées que les valeurs étrangères, et cette dépression boursière ne fait que traduire la paralysie économique générale.

Le deuxième semestre de l'année 1932 voit en septembre, puis en décembre, deux poussées de hausses qui ramènent pour ces deux mois l'indice général à 243, soit 10 p. 100 au-dessus des plus bas cours jusqu'alors pratiqués. Ces reprises paraissent justifiées par l'amélioration de certains indices économiques (le trafic du canal de Suez est en reprise depuis le mois d'août 1932 par rapport au mois correspondant de l'année précédente). Malheureusement, la mauvaise situation budgétaire de notre pays, les menaces diverses qui pèsent sur les porteurs de valeurs mobilières, exercent dès le début de 1933 une influence déprimante sur les cours de la Bourse. En mars 1933, le triomphe définitif du parti national-socialiste allemand, puis le moratoire général que proclame aux Etats-Unis le Président Roosevelt arrivant au pouvoir, viennent s'ajouter au mauvais état de nos finances et ramènent à 216, minimum non encore atteint, l'indice général des valeurs françaises.

Seulement, cette dépression passagère ne dure pas. Le 19 avril, les Etats-Unis renoncent à maintenir le dollar à sa parité-or et se lancent délibérément dans la voie de la dévaluation monétaire et de l'économie dirigée dont ils attendent le relèvement de leurs prix intérieurs et du pouvoir d'achat des consommateurs américains. Pendant

les mois qui suivent les valeurs à revenu variable, stimulées par les craintes d'une dévaluation monétaire étendue aux quelques pays européens, dont la France, encore fidèles à l'étalon-or, esquissent une reprise assez vigoureuse qui ramène l'indice général à 247 au mois de juillet 1933. A ce moment-là, l'indice des valeurs étrangères est à 239, soit 8 points seulement de différence, alors qu'à fin mai 1932 il était à 71 points au-dessous de l'indice des valeurs françaises. La progression a donc été très vive; elle atteint 50 p. 100 en quatorze mois contre 11 p. 100 pour les valeurs françaises. Ainsi se manifeste déjà de façon très nette, dans le domaine boursier comme dans le domaine économique général, la tendance de l'économie mondiale à un relèvement plus marqué que celui de l'économie française.

D'ailleurs, ce lent redressement va se trouver arrêté, puis transformé en une nouvelle dépression, causée par la mauvaise situation budgétaire de la France et par la politique financière insuffisante de ses gouvernements successifs. Notre pays subit alors une véritable crise, qui lui est particulière. Après avoir d'abord baissé lentement en août et septembre (indice, 240), la bourse accélère sa chute au cours du dernier trimestre de l'année 1933. A fin décembre, les valeurs françaises, fâcheusement influencées par les menaces qui ont finalement abouti au vote de la carte d'identité fiscale (L. 23 déc. 1933), tombent à 222, bien près de leur plus bas cours de décembre 1931 et de mai 1932. En janvier 1934, éclate l'affaire Stawisky. Les conséquences ne s'en manifestent pas seulement sur le terrain financier. L'agitation qu'elle soulève dans le pays, l'inquiétude générale qu'elle provoque, constituent un climat éminemment défavorable à une reprise économique.

Après être tombé à 213 en janvier 1934, au-dessous des plus bas cours jamais atteints, l'indice général des valeurs françaises bat tous ses précédents records de baisse à la fin de mars 1934. Il touche alors 198, soit une diminution de 66 p. 100 par rapport à février 1929. Depuis le début de l'année 1934, l'indice des valeurs étrangères dépasse de nouveau l'indice des valeurs françaises à 217, 218, et 201, ce qui n'était pas arrivé depuis trente mois.

Heureusement, l'effet des décrets-lois pris par le Gouvernement de trêve, que la gravité de la situation a imposés aux partis politiques en désarroi, s'est enfin fait sentir.

Le mois d'avril 1934 a vu une sérieuse reprise de la Bourse stimulée par la bonne tenue de nos fonds nationaux; il semble désormais, qu'ayant franchi sa propre crise, d'origine plus spécialement politique, l'économie française doive se mettre à l'unisson de l'économie mondiale dans la voie du relèvement où celle-ci est déjà entrée.

En résumé, si en France la baisse des valeurs mobilières a précédé de plus d'un an le début de la dépression économique jouant pleinement son rôle classique d'avertisseur, la crise boursière a ensuite marché au même rythme que la crise générale de notre économie nationale. Moins atteintes au début que les valeurs étrangères, les valeurs françaises ont subi comme elles, à partir du deuxième semestre 1931, les atteintes du marasme économique général. A partir du second semestre de 1932, elles ont paru se relever lentement, moins toutefois que les valeurs étrangères. Elles ont finalement connu leurs plus mauvais jours bien après ces dernières, passant ainsi par les trois phases successives caractéristiques de l'évolution de l'économie française que nous avons cru pouvoir signaler en étudiant les traits généraux de la crise actuelle.

On trouvera à la fin de cette section un tableau des indices dont nous venons de faire état, ainsi qu'un relevé des moyennes annuelles. Nous y avons joint un deuxième tableau qui donne les cours les plus élevés et les plus bas de quelques-unes des principales valeurs du marché à terme de 1930 à 1934.

## § 2. — Valeurs à revenu fixe.

Les variations de leurs cours et principalement des cours des fonds d'Etat durant la crise intéressent le marché à terme, moins toutefois que l'évolution des valeurs à revenu variable, qui sont bien plus nombreuses à être cotées à terme. Les variations des obligations revêtent d'ailleurs forcément une ampleur toujours beaucoup plus restreinte que celle des actions, car leur intérêt est fixe alors que les dividendes ne le sont pas.

L'allure générale des valeurs à revenu fixe dépend étroitement de l'allure de nos rentes. L'Etat est, en France, comme dans la plupart des pays civilisés, le principal emprunteur des capitaux privés. Son crédit étant, aux yeux de presque tous les Français, supérieur à celui des entreprises particulières, c'est le taux de ses emprunts qui constitue en règle générale le taux minimum de l'argent à long terme. Aussi les cours des obligations suivent-ils généralement, en tenant compte des garanties offertes par chaque emprunteur, les cours de nos fonds d'Etat.

En 1929 et surtout en 1930, sous l'influence des excédents budgétaires de 1928 et 1929, et des larges disponibilités du Trésor français, nos fonds d'Etat, qui, lors de l'inflation, avaient connu des cours extrêmement bas, se sont relevés dans des proportions considérables, entraînant avec eux l'ensemble des valeurs à revenu fixe.

Celles-ci ont, en outre, bénéficié en 1931 de l'influence de la crise, qui, tandis que les dividendes des actions commençaient à diminuer, faisait mieux apparaître aux yeux du public les avantages d'un intérêt certain et invariable.

L'indice des valeurs à revenu fixe se tenait encore en 1928 aux environs d'une moyenne de 81. Il atteint 84,8 en juin 1929 et 91,6 à la fin de la même année, suivant en cela les rentes françaises dont l'indice passe, pour le 3 p. 100 amortissable 1929, d'une moyenne de 85 en 1928 à 91 en mai 1929 et à 97,1 en fin d'année.

1930 et 1931 sont les belles années des valeurs à revenu fixe. Elles bénéficient d'un véritable engouement du public. Les rentes sont poussées à des niveaux impressionnants. L'indice du 3 p. 100 amortissable <sup>(5)</sup> se tient à 101 en moyenne pour l'année 1930, atteignant même 103,5 au mois de septembre. Mais c'est en août 1931 que tous les records de hausse sont battus à l'indice 104. Naturellement, l'ensemble des valeurs à revenu fixe suit le mouvement : leur indice général s'établit à 96 en moyenne au cours de l'année 1930 et touche le maximum de 99,5 en août 1931. A cette époque, la hausse des valeurs à revenu fixe est de 21 p. 100 depuis février 1929, alors que, pendant la même période, les valeurs à revenu variable ont déjà baissé de 45 p. 100. Le moment était extrêmement favorable pour tenter une conversion qui aurait eu par la suite le double avantage de diminuer les charges du budget et de maintenir le cours des valeurs à revenu fixe et le bon marché de l'argent à long terme. A partir de septembre 1931, les premières inquiétudes commencent à se faire jour quant à la situation budgétaire de la France, à la suite de rentrées d'impôts de plus

---

(5) Indice calculé par la *Statistique générale*.

en plus déficientes <sup>(6)</sup>. Les cours des valeurs à revenu fixe commencent à descendre deux ans et demi après le début de la baisse sur les valeurs à revenu variable. Un premier minimum est atteint en mai 1932 : le 3 p. 100 amortissable voit son indice s'abaisser alors à 90,6 pendant que l'indice général des valeurs à revenu fixe tombe à 85,2 en juin. Un relèvement momentané se produit ensuite, dû à l'intervention des grandes caisses de l'Etat qui agissent sur le marché des rentes pour rendre possibles les conversions. En août, le 3 p. 100 amortissable revient à l'indice 97 et les obligations à 89,5 en septembre. Durant ce dernier mois, les conversions ont lieu avec plein succès, mais à des conditions sensiblement plus onéreuses que celles qui eussent été praticables une année auparavant. Aussitôt après, le marché étant abandonné à lui-même, la baisse reprend. A la fin de 1932, le nouveau 4 1/2 p. 100 amortissable introduit au début de novembre est à l'indice 87,2, et l'ensemble des obligations légèrement au-dessus à 87,8.

Au début de l'année 1933, la baisse se poursuit, puis, à partir de mars, les cours se stabilisent à l'indice moyen de 87,5 pour le 3 p. 100 amortissable, de 80,4 pour le 4 1/2 p. 100 et de 81,3 pour les valeurs à revenu fixe. Le taux de capitalisation de ces dernières est alors de 5,74 p. 100 <sup>(7)</sup>, mais aucune amélioration ne se produit en dépit de ce taux anormal, eu égard à l'abondance des capitaux français. C'est que la situation budgétaire empire sans cesse, les recouvrements d'impôts étant tombés à une moyenne mensuelle de 3 milliards 138 en 1932, puis

---

(6) Moyenne des recouvrements : en 1931, 3 milliards 707 contre 3 milliards 845 en 1930 et 3 milliards 985 en 1929.

(7) Cf. plus loin, p. 123.

3 milliards 096 en 1933, contre 3 milliards 707 en 1931.

Il semblait cependant que l'on atteignit alors des niveaux minima représentant une baisse d'environ 20 p. 100 par rapport au plus hauts cours de 1931. Cet écart considérable pour des valeurs à revenu fixe allait être encore aggravé en février et mars 1934 sous l'influence des troubles politiques qui ont suscité une inquiétude générale. L'indice du 3 p. 100 amortissable atteint en février un minimum de 83,4, et celui du 4 1/2 p. 100 un minimum de 75,3 en mars. De leur côté, les obligations descendent à 76,9 (soit une baisse de 23 p. 100 par rapport à août 1931), niveau sensiblement inférieur à la moyenne de 1928. Un relèvement brutal s'est d'ailleurs produit au mois d'avril à la suite des mesures d'économie énergiques prises par le gouvernement du Président Doumergue.

En résumé, c'est par un mouvement de flux et de reflux très simple que peut se caractériser l'allure des cours de l'ensemble des valeurs à revenu fixe pendant la période qui nous occupe : hausse très vive depuis la fin de 1928 jusqu'au début de 1930, lente jusqu'en août 1931; baisse depuis cette époque particulièrement intense d'octobre 1932 à mars 1933, puis au début de 1934. D'abord insensibles aux atteintes de la crise mondiale, les valeurs à revenu fixe ont ensuite été amoindries par la crise française non pas directement, mais indirectement et principalement à la suite des rentes durement touchées par la mauvaise situation financière de l'Etat français.

A titre indicatif, nous donnons dans le tableau numéro 3 ci-après les cours maxima et minima atteints chaque année depuis 1930 par le 3 p. 100 amortissable, le 4 1/2 p. 100 1932, l'obligation Young, trois valeurs à revenu fixe cotées au marché à terme officiel.

TABLEAU I  
(D'après la *Statistique générale.*)

Indices mensuels des valeurs françaises à revenu variable,  
des valeurs étrangères et des valeurs à revenu fixe.

(Base 100 en 1913.)

| Dates           | Valeurs fran-<br>çaises à revenu<br>variable<br>(300 v.) | Valeurs étran-<br>gères à revenu<br>variable<br>(20 v.) | Valeurs fran-<br>çaises à revenu<br>fixe<br>(36 v.) |
|-----------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| 1929 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Février .....   | 548                                                      | 722 (723 en mars)                                       | 81,8                                                |
| Avril .....     | 518                                                      | 706                                                     | 83,0                                                |
| Juin .....      | 491                                                      | 672                                                     | 84,8                                                |
| Septembre ..... | 518                                                      | 685                                                     | 86,9                                                |
| Novembre .....  | 461                                                      | 602                                                     | 87,7                                                |
| Décembre .....  | 463                                                      | 584                                                     | 91,6                                                |
| 1930 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Janvier .....   | 496                                                      | 611                                                     | 97,5                                                |
| Février .....   | 479                                                      | 588                                                     | 96,3                                                |
| Mars .....      | 478                                                      | 594                                                     | 95,8                                                |
| Avril .....     | 486                                                      | 608                                                     | 95,3                                                |
| Mai .....       | 462                                                      | 576                                                     | 95,3                                                |
| Juin .....      | 437                                                      | 513                                                     | 95,8                                                |
| Juillet .....   | 440                                                      | 521                                                     | 95,7                                                |
| Août .....      | 424                                                      | 492                                                     | 96,6                                                |
| Septembre ..... | 425                                                      | 500                                                     | 96,4                                                |
| Octobre .....   | 395                                                      | 465                                                     | 95,4                                                |
| Novembre .....  | 378                                                      | 433                                                     | 94,7                                                |
| Décembre .....  | 349                                                      | 411                                                     | 94,1                                                |
| 1931 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Janvier .....   | 365                                                      | 427                                                     | 95,7                                                |
| Février .....   | 373                                                      | 432                                                     | 97,1                                                |
| Mars .....      | 362                                                      | 416                                                     | 97,9                                                |
| Avril .....     | 346                                                      | 355                                                     | 99                                                  |
| Mai .....       | 322                                                      | 298                                                     | 98,4                                                |
| Juin .....      | 329                                                      | 351                                                     | 98,8                                                |
| Juillet .....   | 309                                                      | 290                                                     | 98,9                                                |
| Août .....      | 304                                                      | 286                                                     | 99,5                                                |
| Septembre ..... | 269                                                      | 223                                                     | 97,7                                                |
| Octobre .....   | 249                                                      | 190                                                     | 94,8                                                |
| Novembre .....  | 243                                                      | 187                                                     | 94,4                                                |
| Décembre .....  | 221                                                      | 165                                                     | 90,8                                                |

| Dates           | Valeurs fran-<br>çaises à revenu<br>variable<br>(300 v.) | Valeurs étran-<br>gères à revenu<br>variable<br>(20 v.) | Valeurs fran-<br>çaises à revenu<br>fixe<br>(36 v.) |
|-----------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------|
| 1932 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Janvier .....   | 250                                                      | 208                                                     | 91,5                                                |
| Février .....   | 294                                                      | 244                                                     | 90,3                                                |
| Mars .....      | 274                                                      | 218                                                     | 90,3                                                |
| Avril .....     | 250                                                      | 188                                                     | 89,0                                                |
| Mai .....       | 220                                                      | 159                                                     | 85,9                                                |
| Juin .....      | 227                                                      | 171                                                     | 85,2                                                |
| Juillet .....   | 234                                                      | 200                                                     | 87,4                                                |
| Août .....      | 241                                                      | 226                                                     | 88,6                                                |
| Septembre ..... | 243                                                      | 216                                                     | 89,3                                                |
| Octobre .....   | 227                                                      | 191                                                     | 89,1                                                |
| Novembre .....  | 233                                                      | 203                                                     | 88,9                                                |
| Décembre .....  | 243                                                      | 220                                                     | 87,8                                                |
| 1933 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Janvier .....   | 236                                                      | 231                                                     | 86,4                                                |
| Février .....   | 228                                                      | 207                                                     | 85,3                                                |
| Mars .....      | 216                                                      | 203                                                     | 81,9                                                |
| Avril .....     | 219                                                      | 202                                                     | 81,5                                                |
| Mai .....       | 234                                                      | 218                                                     | 78,5                                                |
| Juin .....      | 245                                                      | 230                                                     | 79,5                                                |
| Juillet .....   | 247                                                      | 239                                                     | 80,0                                                |
| Août .....      | 245                                                      | 238                                                     | 80,2                                                |
| Septembre ..... | 240                                                      | 223                                                     | 81,4                                                |
| Octobre .....   | 229                                                      | 211                                                     | 81,1                                                |
| Novembre .....  | 223                                                      | 211                                                     | 79,6                                                |
| Décembre .....  | 222                                                      | 212                                                     | 79,9                                                |
| 1934 :          |                                                          |                                                         |                                                     |
| Janvier .....   | 215                                                      | 217                                                     | 78,7                                                |
| Février .....   | 214                                                      | 218                                                     | 78,7                                                |
| Mars .....      | 198                                                      | 201                                                     | 76,9                                                |

TABLEAU II

(D'après la *Statistique générale*.)

Indices annuels moyens des valeurs françaises à revenus variables, des valeurs étrangères et des valeurs à revenu fixe et du 3 p. 100 amortissable.

(Base 100 en 1913.)

| Dates         | Valeurs françaises à revenu variable (300 v.) | Valeurs étrangères à revenu variable (20 v.) | Valeurs françaises à revenu fixe (300 v.) et le 4 1/2 % 1932 |
|---------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
| 1923 .....    | 172                                           | 226                                          |                                                              |
| 1925 .....    | 200                                           | 444                                          |                                                              |
| 1927 .....    | 287                                           | 596                                          |                                                              |
| 1928 .....    | 415                                           | 659                                          | 81,0                                                         |
| 1929 .....    | 507                                           | 675                                          | 85,0                                                         |
| 1930 .....    | 437                                           | 526                                          | 96,0                                                         |
| 1931 .....    | 308                                           | 302                                          | 96,9                                                         |
| 1932 .....    | 245                                           | 204                                          | 88,6                                                         |
| 1933 .....    | 232                                           | 218                                          | 81,3                                                         |
| 3 % amortiss. |                                               |                                              |                                                              |
| 1928 .....    | 85                                            |                                              |                                                              |
| 1929 .....    | 91                                            |                                              |                                                              |
| 1930 .....    | 101                                           |                                              |                                                              |
| 1931 .....    | 100,4                                         |                                              |                                                              |
| 1932 .....    | 92,6                                          |                                              |                                                              |
| 1933 .....    | 87,5                                          |                                              |                                                              |

TABLEAU III  
Cours annuels maxima et minima de quelques valeurs cotées à terme (parquet et coulisse) de 1930 à 1934.

|                                                                              | 1930   |        | 1931   |        | 1932   |        | 1933   |        | Fin mars<br>1934 |
|------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|
|                                                                              | + h.   | + b.   | + h.   | + b.   | + h.   | + b.   | + h.   | + b.   |                  |
| 3 % amortissable.....                                                        | 94 40  | 87 30  | 95 50  | 84 40  | 90 25  | 80 10  | 88 75  | 75 4   | 76 80            |
| 4 1/2 % 1932.....                                                            | »      | »      | »      | »      | 98 45  | 92     | 94 70  | 80 05  | 79 50            |
| Obligations Young.....                                                       | »      | »      | 900    | 350    | 662    | 371    | 705    | 385    | 400              |
| Banque de France.....                                                        | 26 400 | 17 820 | 19 840 | 9 900  | 15 425 | 10 510 | 13 845 | 10 770 | 10 325           |
| Société Générale.....                                                        | 1 828  | 1 520  | 1 529  | 985    | 1 318  | 980    | 1 131  | 1 065  | 1 084            |
| Banque de Paris et des Pays<br>Bas.....                                      | 3 290  | 2 430  | 2 565  | 995    | 1 895  | 1 030  | 1 760  | 1 374  | 1 333            |
| Suez (Cap).....                                                              | 24 630 | 16 405 | 17 450 | 11 250 | 17 450 | 11 810 | 20 623 | 15 500 | 20 015           |
| Midi (Ch. de fer).....                                                       | 1 325  | 1 197  | 1 270  | 590    | 1 049  | 782    | 935    | 689    | 647              |
| Compagnie générale élect..<br>Forges et aciéries du Nord<br>et de l'Est..... | 3 860  | 2 478  | 3 040  | 1 814  | 2 875  | 1 790  | 2 495  | 1 850  | 1 680            |
| Mines de Lens.....                                                           | 1 845  | 890    | 1 025  | 406    | 810    | 410    | 648    | 461    | 364              |
| Kuhlmann.....                                                                | 1 526  | 855    | 948    | 375    | 696    | 369    | 519    | 386    | 339              |
| Citroën.....                                                                 | 1 239  | 630    | 738    | 285    | 590    | 292    | 717    | 484    | 531              |
| Raffineries Say.....                                                         | 1 260  | 475    | 775    | 420    | 613    | 276    | 612    | 456    | 498              |
| c 25) Rio Tinto.....                                                         | 2 200  | 1 685  | 1 945  | 1 505  | 1 944  | 1 540  | 2 395  | 1 810  | 2 020            |
| Royal Dutch.....                                                             | 5 870  | 3 415  | 3 800  | 1 100  | 1 895  | 955    | 1 810  | 1 165  | 1 425            |
| c 25) Goldfields.....                                                        | 4 370  | 2 895  | 3 330  | 1 067  | 1 816  | 1 050  | 2 015  | 1 360  | 1 670            |
| c 25) Crown Mines.....                                                       | 291    | 125 50 | 199    | 59 90  | 191 50 | 61 25  | 318 50 | 165    | 286 50           |
|                                                                              | 474    | 384    | 567    | 448    | 604    | 461    | 846    | 600    | 804              |

## SECTION II

### LA DIMINUTION DES DIVIDENDES

Il est bien évident qu'une baisse des cours de l'importance et de la durée de celle que nous venons de retracer ne pouvait être due seulement à des événements politiques défavorables, à la simple constatation de la mauvaise situation économique générale ou à des krachs particuliers. De tels faits, s'ils eussent pu servir de motifs à une baisse profonde mais passagère, n'auraient pu justifier à eux seuls une dépression prolongée. Ici intervient la diminution continue des dividendes.

L'indice du revenu moyen des valeurs à revenu variable (indice exprimant une valeur absolue tout comme l'indice des cours), qui était de 361 en 1929 (base 100 en 1913) et qui a culminé à 391 en mai 1930, au même moment que l'indice général de la production française baisse d'une façon continue depuis cette époque. D'abord lente — on est encore à 365 en avril 1931 — la chute s'accroît à mesure que commencent à s'effectuer les répartitions de bénéfices afférents aux premiers exercices qui ont pâti du ralentissement des affaires. En décembre 1931, l'indice des revenus distribués n'est plus que de 225, soit une baisse d'environ 22 p. 100 depuis le début de l'année.

C'est la diminution moyenne des dividendes la plus forte qui se produise au cours des années de crise. Elle coïncide d'ailleurs avec la baisse des cours la plus sensible.

En 1932, si la diminution continue, elle se ralentit. L'indice du revenu moyen perd cependant encore 45 points, tombant de 294 en janvier, à 272 en juin, puis à 249 en décembre.

A partir du début de 1933, le rendement moyen des valeurs à revenu variable se stabilise de façon durable. Les sociétés ont désormais adapté leurs distributions de bénéfices au rythme ralenti de la vie économique, et l'indice des dividendes qui s'établissait à 228 en mars 1933 ne varie plus que de quelques points, puisqu'il se retrouve à 224 au cours des trois premiers mois de 1934. A ce chiffre, qui représente le minimum atteint depuis le début de la crise, la diminution moyenne des dividendes est de 44 p. 100 par rapport à mai 1930.

Bien entendu, les sociétés dont les titres sont cotés à terme ont, tout comme les autres, fait subir à leurs actionnaires la même amputation moyenne de revenus. Mais cette moyenne n'a pas été appliquée par toutes les sociétés. Si les dividendes de certaines actions, comme la Thomson-Houston, les Tréfileries du Havre, ont été complètement supprimés, encore faut-il remarquer que seulement 14 p. 100 des valeurs françaises entrant dans les statistiques ont passé leurs dividendes contre 37 p. 100 à New-York et 20 p. 100 à Londres; d'autres répartitions ont été simplement diminuées. C'est ainsi que la Banque de France a donné à ses actionnaires 238 fr. 09 seulement en 1932 au lieu de 738,09 en 1930; Kuhlmann, 20 francs au lieu de 40; la Compagnie des Chemins de fer du Midi, 53,50 en 1933 contre 62,50 en 1930; la Royal Dutch, 6 florins contre 24. Mais, à côté de ces sociétés qui, ayant plus ou moins souffert de la crise, ont plus ou moins fait pâtir leurs actionnaires, il en est d'autres, comme les principaux établissements de crédit français — dont les titres figurent à la cote du terme — qui ont remarquablement assuré la stabilité de leurs dividendes. La Société Générale, le Crédit Lyonnais, le Comptoir

d'Escompte, ont été de celles-là (8). C'est aussi le cas de certaines sociétés distributrices d'électricité comme l'Energie Electrique du littoral méditerranéen (9) et de nombreuses affaires d'alimentation, telles que les Raffineries Say (10), dont la production n'a pas ou a peu souffert de la crise. Une catégorie d'entreprises a bénéficié de l'instabilité monétaire instaurée dans la plupart des pays : ce sont les mines d'or. En 1933 et en 1934, elles ont considérablement augmenté, parfois même doublé leurs dividendes de 1930, et elles ont pu ainsi donner au marché à terme de la coulisse en particulier un élément très important d'activité (Voir à la fin de cette section le tableau des dividendes bruts payés chaque année, de 1930 à 1933, par quelques-unes des principales valeurs du marché à terme.)

Une constatation d'ensemble demeure : de 1930 à 1934, la diminution des dividendes a accompagné la baisse des cours. Il faudrait se garder toutefois de vouloir établir des rapports plus étroits entre les deux phénomènes : ils se différencient nettement. Dans le temps d'abord ; la baisse des cours précède très nettement celle des dividendes (il suffit à cet égard de se rappeler qu'elle a commencé en mars 1929 pour les premiers et en juin 1930 pour les seconds), cette contradiction apparente s'explique parfaitement si on tient compte du décalage d'un an qui existe entre la réalisation des bénéfices et leur distribution, et aussi du fait que la Bourse prévoit beaucoup plus qu'elle ne constate et sanctionne.

L'allure des cours est, en outre, singulièrement plus

---

(8) Dividende maintenu à 45, 100, et 50.

(9) Dividende : 55.

(10) Dividende : 100 francs en 1931, 1932 et 1933.

irrégulière que la tendance générale des dividendes. Elle reflète, à tort ou à raison, toute une série d'événements politiques, économiques, financiers, qui n'ont souvent que des rapports lointains avec la marche particulière de telle ou telle entreprise déterminée.

Enfin, l'ampleur de la diminution des revenus des valeurs variables est bien moindre que celle de la baisse de leurs cours. Elle est de 44 p. 100 seulement pour les premiers et de 66 p. 100 pour les seconds. C'est là une discordance très importante : à ses variations se rattache le niveau du taux moyen de capitalisation des valeurs mobilières.

L'évolution du taux moyen de capitalisation des valeurs à revenu variable dépend, en effet, directement de l'importance des dividendes, et inversement du niveau des cours. En février 1929, alors que l'indice général des premiers était à 330 et l'indice des seconds à 548, le taux de capitalisation s'établissait à 2,28 p. 100. Il y avait alors surcapitalisation manifeste. En mai 1930, le taux est déjà plus raisonnable à 3,11 p. 100, et la baisse violente de la fin de l'année le porte à 4,26 p. 100. A ce moment-là (décembre) l'indice général des cours est au-dessous de l'indice des revenus 349 contre 374 (base 100 en 1913). Pendant l'année 1931 le taux moyen de capitalisation des valeurs à revenu variable oscille aux environs de 4 p. 100. En décembre 1931, il monte jusqu'à 5,31, puis à 5,47 en mai 1932. (L'indice des cours est alors à 220 contre 290 pour les revenus.) A ce moment, la sous-capitalisation devient à son tour évidente. La baisse continue des dividendes va cependant peu à peu la réduire puisque, dans le second semestre de 1933, l'intérêt moyen des actions oscille aux environs de 3,60 p. 100. L'accentuation de la baisse boursière au début de 1934 a fait remonter le taux

de capitalisation à 4,09 au mois de mars. C'est là un niveau normal tant que l'argent à long terme ne s'obtiendra qu'à des prix élevés et que les valeurs à revenu fixe se capitaliseront à des taux successifs.

Après être descendu de 5,19 p. 100 en février 1929, à 3,74 p. 100 en août 1931, le niveau moyen d'intérêt des obligations est remonté à 5,74 en 1933, puis à 6,37 en mars 1934. Ce sont là des taux prohibitifs qui empêchent les entreprises privées de recourir à l'épargne ou qui leur imposent des charges considérables. Il est de première utilité pour l'économie française que l'Etat, dont l'influence est décisive sur le marché des capitaux à long terme, puisse réaliser, par une politique fiscale appropriée, la détente nécessaire.

TABLEAU IV

Revenu moyen et taux de capitalisation des valeurs  
à revenu variable;

Taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe.

(Base 100 en 1913.)

(D'après le *Bulletin de la Statistique générale.*)

| Dates           | Revenu<br>moyen | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>variable | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>fixe |
|-----------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 1923 .....      | 151             | 3,31                                                            | 5,99                                                        |
| 1925 .....      | 210             | 3,96                                                            | 9,11                                                        |
| 1927 .....      | 264             | 3,48                                                            | 6,58                                                        |
| 1928 .....      | 298             | 2,78                                                            | 5,33                                                        |
| 1929 .....      | 361             | 2,70                                                            | 4,89                                                        |
| 1930 .....      | 370             | 3,37                                                            | 3,82                                                        |
| 1931 .....      | 352             | 4,39                                                            | 3,70                                                        |
| 1932 .....      | 272             | 4,61                                                            | 4,73                                                        |
| 1933 .....      | 229             | 3,78                                                            | 5,74                                                        |
| 1929 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 323             | 2,24                                                            | 5,08                                                        |
| Février .....   | 330             | 2,28                                                            | 5,19                                                        |
| Juin .....      | 378             | 2,91                                                            | 4,92                                                        |
| Septembre ..... | 378             | 2,76                                                            | 4,69                                                        |
| Novembre .....  | 384             | 3,07                                                            | 4,62                                                        |
| Décembre .....  | 384             | 3,05                                                            | 4,25                                                        |

| Dates           | Revenu<br>moyen | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>variable | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>fixe |
|-----------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 1930 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 388             | 2,89                                                            | 3,73                                                        |
| Février .....   | 388             | 2,98                                                            | 3,77                                                        |
| Mars .....      | 386             | 3 »                                                             | 3,81                                                        |
| Avril .....     | 386             | 2,96                                                            | 3,81                                                        |
| Mai .....       | 391             | 3,11                                                            | 3,86                                                        |
| Juin .....      | 384             | 3,31                                                            | 3,82                                                        |
| Juillet .....   | 382             | 3,33                                                            | 3,81                                                        |
| Août .....      | 382             | 3,46                                                            | 3,74                                                        |
| Septembre ..... | 382             | 3,54                                                            | 3,78                                                        |
| Octobre .....   | 381             | 3,63                                                            | 3,87                                                        |
| Novembre .....  | 380             | 3,93                                                            | 3,90                                                        |
| Décembre .....  | 374             | 4,26                                                            | 3,95                                                        |
| 1931 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 373             | 4,08                                                            | 3,79                                                        |
| Février .....   | 370             | 3,90                                                            | 3,66                                                        |
| Mars .....      | 370             | 4,12                                                            | 3,62                                                        |
| Avril .....     | 368             | 4,21                                                            | 3,53                                                        |
| Mai .....       | 368             | 4,27                                                            | 3,57                                                        |
| Juin .....      | 344             | 3,86                                                            | 3,54                                                        |
| Juillet .....   | 342             | 4,01                                                            | 3,51                                                        |
| Août .....      | 340             | 4,15                                                            | 3,48                                                        |
| Septembre ..... | 330             | 4,78                                                            | 3,60                                                        |
| Octobre .....   | 310             | 4,98                                                            | 3,88                                                        |
| Novembre .....  | 303             | 5,03                                                            | 3,92                                                        |
| Décembre .....  | 298             | 5,31                                                            | 4,31                                                        |
| 1932 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 294             | 4,93                                                            | 4,22                                                        |
| Février .....   | 294             | 4,27                                                            | 4,35                                                        |
| Mars .....      | 293             | 4,41                                                            | 4,44                                                        |
| Avril .....     | 292             | 4,84                                                            | 4,67                                                        |
| Mai .....       | 290             | 5,47                                                            | 4,97                                                        |
| Juin .....      | 272             | 4,94                                                            | 5,15                                                        |
| Juillet .....   | 263             | 4,64                                                            | 5 »                                                         |
| Août .....      | 263             | 4,51                                                            | 4,78                                                        |
| Septembre ..... | 256             | 4,25                                                            | 4,67                                                        |
| Octobre .....   | 251             | 4,47                                                            | 4,76                                                        |
| Novembre .....  | 249             | 4,31                                                            | 4,76                                                        |
| Décembre .....  | 249             | 4,17                                                            | 4,88                                                        |

| Dates           | Revenu<br>moyen | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>variable | Taux de capitali-<br>sation des valeurs<br>à revenu<br>fixe |
|-----------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|
| 1933 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 246             | 4,09                                                            | 5,10                                                        |
| Février .....   | 238             | 4,09                                                            | 5,20                                                        |
| Mars .....      | 234             | 4,30                                                            | 5,60                                                        |
| Avril .....     | 230             | 4,06                                                            | 5,60                                                        |
| Mai .....       | 228             | 3,75                                                            | 6,08                                                        |
| Juin .....      | 228             | 3,60                                                            | 5,97                                                        |
| Juillet .....   | 227             | 3,55                                                            | 5,90                                                        |
| Août .....      | 227             | 3,48                                                            | 5,84                                                        |
| Septembre ..... | 224             | 3,60                                                            | 5,76                                                        |
| Octobre .....   | 222             | 3,65                                                            | 5,78                                                        |
| Novembre .....  | 222             | 3,70                                                            | 6,03                                                        |
| Décembre .....  | 222             | 3,70                                                            | 6,09                                                        |
| 1934 :          |                 |                                                                 |                                                             |
| Janvier .....   | 221             | 3,81                                                            | 6,18                                                        |
| Février .....   | 221             | 3,83                                                            | 6,16                                                        |
| Mars .....      | 221             | 4,09                                                            | 6,37                                                        |

TABLEAU V

Dividendes bruts payés chaque année par quelques valeurs  
cotées à terme (parquet coulisse).

|                                                | 1930     | 1931     | 1932     | 1933     |
|------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| Banque de France.....                          | 738,09   | 458,33   | 238,09   | 339,52   |
| Société Générale.....                          | 45 »     | 45 »     | 45 »     | 45 »     |
| Banque de Paris.....                           | 100 »    | 60 »     | 60 »     | 50 »     |
| Suez (Capital).....                            | 667,01   | 650 »    | 605 »    | 510 »    |
| Midi (Ch. de fer).....                         | 62,50    | 62,50    | 58,50    | 53,50    |
| Comp. gén. d'électricité....                   | 85 »     | 90 »     | 90 »     | 80 »     |
| Forges et aciéries Nord et<br>Est.....         | 45 «     | 30       | »        | »        |
| Mines de Lens.....                             | 24 »     | 22 »     | 13 »     | 13 »     |
| Kuhlmann.....                                  | 40 »     | 20 »     | 20 »     | 20 »     |
| Citroën.....                                   | 40 »     | 40 »     | 40 »     | 40 »     |
| Raffineries Say.....                           | 100 »    | 100 »    | 100 »    | 100 »    |
| Rio Tinto.....                                 | L/1      | »        | »        | »        |
| Royal Dutch.....                               | 24 flor. | 17 flor. | 6 flor.  | 6 flor.  |
| Goldfields.....                                | 1 sh. 6  | »        | »        | »        |
| Crown Mines.....                               | 6 sh. 9  | 8 sh. 2  | 8 sh. 18 | 14 sh. 4 |
| U. M. Haut-Katanga (action<br>de capital)..... | »        | 240 b.   | »        | »        |
| Établissements Pernod.....                     | »        | 159 »    | 150 »    | 100 »    |

### SECTION III

#### LE RALENTISSEMENT DES TRANSACTIONS

A la baisse profonde des cours, à la diminution moins accentuée des dividendes, qui constituent deux traits généraux de la crise boursière actuelle, a correspondu un ralentissement considérable des transactions.

C'est là d'ailleurs un fait absolument normal. Si quelques spéculateurs avisés savent opérer en Bourse aussi bien à la hausse qu'à la baisse, se dégager à temps pour reprendre à des cours plus bas une position meilleure, il en va tout autrement de la clientèle capitaliste. Celle-ci se contente en général d'acheter en vue d'une hausse plus ou moins proche; si la baisse survient, elle conserve en portefeuille, à moins de besoins pressants, les titres qu'elle a achetés au prix fort dans l'attente des jours meilleurs.

Ceci s'est produit depuis la crise de 1930, et la baisse des cours ayant été très profonde, la diminution des transactions a été, elle aussi, particulièrement prononcée. Nombreuses ont été les séances où des offres de quelques dizaines de titres tombant dans un marché creux suffisaient à provoquer des écarts de cours considérables, et l'atonie a été, en dehors de quelques périodes d'activité momentanée, la note générale de la Bourse depuis la fin de l'année 1930.

Les chiffres viennent corroborer cette impression. L'indice mensuel du volume des transactions au comptant et à terme, qui est calculé par la statistique générale d'après le rendement de la taxe sur les opérations de Bourse, et en tenant compte des variations du taux de cette taxe, nous en fournit la preuve (voir tableau n° 6, p. 160).

Alors que cet indice se tenait à la moyenne de 834 en 1928 (base 100 en 1913) et a même atteint 1.121 en février 1929, dès la fin de 1930 il est tombé à 245, s'est tenu aux environs de 200 pendant l'année 1931 et de 170 pendant l'année 1932, de 180 en 1933 et au début de 1934. Le minimum atteint a été de 143 en janvier 1932. Ce n'est que pendant les brèves périodes de hausse de février 1931, février et mars 1932, juillet 1933, que le volume des transactions s'est élevé à 303, 304 et 279. Cette élévation étant due à une plus-value de la taxe perçue sur des valeurs plus appréciées et surtout à l'accroissement des quantités échangées<sup>(11)</sup>.

La diminution des transactions que nous démontre ainsi l'indice de la statistique générale est extrêmement sensible : le volume moyen des opérations de bourse depuis 1931 est à peine des  $\frac{2}{3}$  de ce qu'il était avant guerre, si l'on tient compte de la dévalorisation du franc, alors qu'en février 1929 il atteignait plus du double.

Cependant, cette diminution a été plus profonde encore pour le marché à terme que pour l'ensemble de la Bourse. Là se révèle une des premières manifestations particulières de la crise sur le marché à terme que nous allons étudier dans le chapitre suivant.

---

(11) Voir à cet égard plus loin, chap. III, sect. 1, § 4.

TABLEAU VI

Volume des transactions au comptant et à terme  
d'après le rendement  
de la taxe sur les opérations de bourse.

(Base 100 en 1913.)

(Tiré du *Bulletin de la Statistique générale.*)

| Dates           | Montant de la taxe<br>sur les opérations<br>de bourse | Indice ajusté en<br>tenant compte des<br>variations de la taxe |
|-----------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
|                 | (en millions de francs)                               |                                                                |
| 1923 .....      |                                                       | 202                                                            |
| 1926 .....      |                                                       | 327                                                            |
| 1927 .....      |                                                       | 459                                                            |
| 1928 .....      |                                                       | 831                                                            |
| 1929 .....      |                                                       | 670                                                            |
| 1930 .....      |                                                       | 361                                                            |
| 1931 .....      |                                                       | 204                                                            |
| 1932 .....      |                                                       | 188                                                            |
| 1933 .....      |                                                       | 194                                                            |
| 1929 :          |                                                       |                                                                |
| Février .....   | 72.433                                                | 1.121                                                          |
| Avril .....     | 46.345                                                | 704                                                            |
| Août .....      | 29.407                                                | 432                                                            |
| Septembre ..... | 41.273                                                | 620                                                            |
| Novembre .....  | 40.944                                                | 615                                                            |
| Décembre .....  | 36.230                                                | 542                                                            |
| 1930 :          |                                                       |                                                                |
| Janvier .....   | 32.667                                                | 492                                                            |
| Février .....   | 32.986                                                | 518                                                            |
| Mars .....      | 25.074                                                | 394                                                            |
| Avril .....     | 25.567                                                | 436                                                            |
| Mai .....       | 22.540 (*)                                            | 473                                                            |
| Juin .....      | 16.940                                                | 382                                                            |
| Juillet .....   | 13.967                                                | 310                                                            |
| Août .....      | 7.255                                                 | 161                                                            |
| Septembre ..... | 14.617                                                | 336                                                            |
| Octobre .....   | 12.815                                                | 291                                                            |
| Novembre .....  | 12.846                                                | 294                                                            |
| Décembre .....  | 10.725                                                | 245                                                            |

(\*) Diminution de la taxe.

| Dates           | Montant de la taxe<br>sur les opérations<br>de bourse | Indice ajusté en<br>tenant compte des<br>variations de la taxe |
|-----------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|
| 1931 :          |                                                       |                                                                |
| Janvier .....   | 10.030                                                | 228                                                            |
| Février .....   | 13.179                                                | 303                                                            |
| Mars .....      | 10.293                                                | 233                                                            |
| Avril .....     | 9.414                                                 | 212                                                            |
| Mai .....       | 8.822                                                 | 200                                                            |
| Juin .....      | 9.278                                                 | 215                                                            |
| Juillet .....   | 9.676                                                 | 219                                                            |
| Août .....      | 7.089                                                 | 158                                                            |
| Septembre ..... | 7.638                                                 | 172                                                            |
| Octobre .....   | 8.500                                                 | 193                                                            |
| Novembre .....  | 6.884                                                 | 156                                                            |
| Décembre .....  | 6.809                                                 | 154                                                            |
| 1932 :          |                                                       |                                                                |
| Janvier .....   | 6.261                                                 | 143                                                            |
| Février .....   | 9.462                                                 | 212                                                            |
| Mars .....      | 13.038                                                | 301                                                            |
| Avril .....     | 8.297                                                 | 189                                                            |
| Mai .....       | 6.687                                                 | 152                                                            |
| Juin .....      | 6.500                                                 | 149                                                            |
| Juillet .....   | 6.554                                                 | 150                                                            |
| Août .....      | 8.931 (**)                                            | 151                                                            |
| Septembre ..... | 14.587                                                | 227                                                            |
| Octobre .....   | 12.596                                                | 202                                                            |
| Novembre .....  | 10.883                                                | 175                                                            |
| Décembre .....  | 11.574                                                | 185                                                            |
| 1933 :          |                                                       |                                                                |
| Janvier .....   | 13.153                                                | 207                                                            |
| Février .....   | 12.548                                                | 194                                                            |
| Mars .....      | 12.246                                                | 191                                                            |
| Avril .....     | 9.682                                                 | 151                                                            |
| Mai .....       | 14.258                                                | 223                                                            |
| Juin .....      | 13.137                                                | 239                                                            |
| Juillet .....   | 17.686                                                | 279                                                            |
| Août .....      | 12.245                                                | 194                                                            |
| Septembre ..... | 11.181                                                | 173                                                            |
| Octobre .....   | 10.720                                                | 168                                                            |
| Novembre .....  | 10.430                                                | 162                                                            |
| Décembre .....  | 9.962                                                 | 152                                                            |
| 1934 :          |                                                       |                                                                |
| Janvier .....   | 9.666                                                 | 149                                                            |
| Février .....   | 12.796                                                | 197                                                            |
| Mars .....      | 10.036                                                | 157                                                            |

(\*\*) Augmentation de la taxe.

### CHAPITRE III

#### LES MANIFESTATIONS PARTICULIERES DE LA CRISE SUR LE MARCHÉ A TERME

---

Les répercussions de la crise économique ont été particulièrement sensibles sur le marché à terme. L'effondrement continu et imprévisible des cours, qui n'a cessé de se poursuivre depuis 1930, a entraîné sur ce marché particulièrement influençable un ralentissement des transactions plus accentué encore que sur le marché au comptant. De nombreux spéculateurs ont pâti de cet état de choses, et nombre d'entre eux, dans l'impossibilité de faire face à leurs engagements, ont vu leurs positions liquidées d'office et se sont trouvés éliminés. Pendant près de deux ans d'ailleurs, une spéculation à la baisse très avisée et très habile n'a cessé de se manifester, achevant ainsi la déroute des derniers haussiers.

Parallèlement à la disparition d'une partie considérable de la clientèle du marché à terme, un certain nombre de sociétés ayant perdu ceux qui soutenaient les cours de leurs actions, ou ayant plus simplement fait de mauvaises affaires, ont vu leur nom disparaître de la cote. Des valeurs nouvelles ont pris leur place et sont venues apporter au marché à terme un élément d'activité très relatif d'ailleurs.

Cependant, agents de change et coulissiers n'ont pas borné leurs efforts pour ranimer les transactions à l'in-

troduction de valeurs nouvelles; ils se sont efforcés par certaines mesures d'ordre matériel d'améliorer l'organisation du marché à terme. Malheureusement, le législateur n'a pas toujours favorisé leurs efforts, et eux-mêmes n'ont pas toujours su, en matière de courtages notamment, voir plus loin que leur intérêt personnel immédiat.

Spéculation, cote du terme, organisation du marché, c'est autour de ces trois points principaux, et en trois sections successives, que nous procéderons à l'examen des manifestations particulières de la crise sur le marché à terme. Il nous restera, pour compléter notre travail, à étudier dans quelles conditions, à partir de 1930, se sont faits les reports aux diverses liquidations. Ce sera l'objet d'une quatrième section.

## SECTION PREMIERE

### LA CRISE ET LA SPÉCULATION A TERME

#### § 1. — Ralentissement accentué des transactions.

Plus encore que les opérations au comptant, les transactions à terme ont été raréfiées par la crise; c'est là une constatation qui revient sans cesse dans la chronique boursière de ces dernières années. Les plus anciennes valeurs du marché, les meilleures ou les plus spéculatives n'ont pas échappé à cette atonie générale, et fréquentes ont été les séances au cours du second semestre de 1931 et en 1932, où on a négocié quelques dizaines de Suez ou même de Crédit Foncier, quelques centaines de Rio Tinto et de Royal Dutch.

Il ne s'agit point là d'une impression purement gratuite, qui échappe à tout contrôle matériel. Depuis le début de l'année 1931, la Chambre syndicale des agents de change

publie quotidiennement le chiffre des transactions au comptant et à terme sur la rente 4 1/2 p. 100 et le nombre de titres échangés sur une vingtaine d'action choisies parmi les plus représentatives de la cote : Banque de France, Crédit Foncier, Kuhlmann, Lens, Rio Tinto, Royal Dutch, etc. (1). Tous les quinze jours, elle indique en outre les chiffres de la position de place au parquet.

Les premières de ces indications sont recueillies par la *Statistique générale de la France*, qui donne mensuellement pour le marché de 23 actions l'indice des quantités, du niveau des cours et de la valeur des échanges en prenant pour base 100 l'année 1934. Malheureusement, cette statistique ne distingue point entre les échanges au comptant et les échanges à terme, la Chambre syndicale ne faisant pas elle-même la différence. Nous ne pourrons l'utiliser que pour certaines comparaisons.

Il en va tout autrement des chiffres de la position de place. Bien que les publications statistiques ne les retiennent point en général, ils intéressent tout spécialement le marché à terme. Les chiffres représentent en effet le montant des positions acheteurs ou vendeurs chez les agents de change lors de chaque liquidation.

Pour leur établissement, chacun de ces officiers ministériels remet à la Chambre syndicale le montant en capi-

---

(1) En juillet 1934, voici la liste des valeurs choisies : 3 p. 100; 4 p. 100 1917; 4 p. 100 1918; 5 p. 100 1920 am.; 4 p. 100 1925; 4 1/2 p. 100 1932, A, B; obligations Trésor 4 1/2 p. 100 1933; Bons du Trésor 4 1/2 p. 100 1933; French 7 1/2 p. 100 1921; French 7 1/2 p. 100 1924; Banque de Paris; Banque Union Parisienne; Crédit Lyonnais; Suez capital; Lens; Nickel; Penarroya; Kuhlmann; Gafsa; Pechiney; Rhône-Poulenc; Saint-Gobain; Air Liquide; Citroën; Peugeot; Plan Young; Turc 7 1/2 p. 100 1931; Banque du Mexique; Crédit Foncier Egyptien; Canadian Pacific; Wagons-lits ord.; Central Magning; Géduld Mines; Rio; Norvégienne de l'Azote; 1/10 Royal Dutch; 1/10 Amstram Rubber; Cali Sainte-Thérèse; Crédit National 1923 1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> s.; O. V. Paris 4 p. 100 1930; 5 p. 100 1921 (6 gr. rés.).

tal des positions de ses divers clients tant à l'achat qu'à la vente, en se basant, pour l'établir, sur les quantités de titres reportées. Il faut regretter que les coulissiers ne jugent pas utile de signaler de leur côté les engagements de leurs maisons (2). Il est bien évident, cependant, le marché à terme du parquet étant de beaucoup le plus important, que nous avons là une source précieuse de renseignements sur l'activité du marché à terme. Les indications qu'on peut en tirer confirment ce que nous avons dit au début de ce chapitre sur la diminution plus marquée des opérations différées que des opérations au comptant et sur le calme persistant du marché.

A fin décembre 1930, le premier chiffre d'ensemble communiqué par la Chambre syndicale indique une position de place de 1.800 millions. A cette époque, l'indice du volume des transactions calculé d'après le rendement de la taxe sur les opérations de Bourse est à 245. En décembre 1931, mois où l'atonie du marché à terme a été la plus complète, la position de place est de 936 millions à la liquidation du 15. Les transactions à terme ont donc diminué en un an de 48 p. 100 pendant que l'ensemble des opérations de Bourse ne baissait que de 38 p. 100 (indice 154). En réalité, la différence entre le comptant et le terme est plus sensible encore si on tient compte du fait que le produit de la taxe sur les opérations de Bourse qui sert de base à l'indice général comprend aussi bien l'impôt perçu sur les transactions différées que sur les opérations au comptant.

Ainsi tombé dans le marasme le plus complet, le mar-

---

(2) La Chambre syndicale des banquiers en valeur indique de temps en temps le montant des engagements spéculatifs sur son marché. Ils sont, en général, inférieurs de plus de moitié à ceux du parquet.

ché à terme y demeure jusqu'au second semestre de 1932 et même de 1933. Il ne joue aucun rôle dans la reprise qui marque le mois de février 1931 (pendant que l'indice passait de 245 en décembre à 303 en février, les chiffres de la position de place restaient stationnaires à 1.840 millions liquidation fin février contre 1.800 millions liquidation fin décembre). En dehors de l'influence du découvert<sup>(3)</sup>, qui sert de point de départ à la reprise, il n'a encore qu'un rôle restreint dans la poussée des cours qui se produit en février-mars 1932 : d'un mois à l'autre, l'indice du volume général des transactions, qui était à 141 en janvier, passe à 212, puis à 301. Pendant ce temps, l'indice des 23 actions passe de 140 à 227<sup>(4)</sup>, et la position de place s'élève seulement de 1.906 millions à 1.215 millions (liquidation 15 février) et 1.443 millions (liquidation 15 mars), soit une augmentation de 31 p. 100 contre 113 p. 100 pour l'indice général.

Au mois de septembre 1932, le marché à terme semble vouloir reprendre son rôle d'animateur, et la position de place s'élève à 1.727 millions à la liquidation du 30. Mais ce réveil n'est que momentané, et le parquet à terme s'associe fort peu au regain d'activité qui salue la dévaluation du dollar au printemps de 1933. En trois mois, d'avril à juillet, le volume global des transactions passe de 151 à 279, l'indice des 23 actions s'élève seulement de 82 à 131, et la position de place monte faiblement de 1.337 millions à fin avril à 1.531 millions au 15 juillet, soit des augmentations respectives de 84 p. 100, 59 p. 100 et seulement 14 p. 100.

---

(3) Voir p. 139 et suiv.

(4) L'influence des transactions à terme y est déjà bien plus forte.

La vie ralentie de notre marché persiste jusqu'au début de l'année 1934. Les mois d'avril et mai de cette année-là ont vu une reprise assez sensible des cours des valeurs, mais surtout des rentes françaises, à la suite de la constitution du ministère Doumergue. Ils semblent toutefois avoir marqué l'heure du réveil des transactions à terme. Aux liquidations de fin avril et du 15 mai, la position de place est de 1.897, puis de 2.077 millions. Bien que cette augmentation soit due à peu près uniquement à la reprise des rentes sur lesquelles les engagements à terme sont actuellement, en l'absence de toute donnée officielle, évalués à 1 milliard environ <sup>(5)</sup>, elle n'en est pas moins favorable à la reprise de l'ensemble du marché à terme par l'élément d'animation qu'elle lui fournit.

## § 2. — Elimination d'une partie de la clientèle du marché à terme.

Si l'atonie du marché à terme a pu persister presque sans interruption au cours des années 1931, 1932 et 1933, c'est que sa clientèle, durement éprouvée par la crise, s'est considérablement raréfiée.

Petits et moyens capitalistes avaient, au cours des années d'après guerre, pris l'habitude — néfaste pour eux — de spéculer sur le marché à terme. Bon nombre d'entre eux, qu'un manque total de pratique et d'expérience aurait dû détourner de la spéculation, avaient accoutumé d'avoir, chez un agent de change ou un coulisier, une position sur telle ou telle valeur souvent assez mal choisie.

---

(5) Voir *L'orientation économique et financière du 11 août 1934, le marché des rentes françaises et sa structure*, p. 895.

Pour ces capitalistes d'envergure restreinte, la crise a été sévère; ils ont dû s'éloigner du marché à terme faute de disponibilités suffisantes, après avoir perdu une partie de leur fortune. Il faut déplorer que des conseils pas toujours désintéressés, une presse financière souvent peu sincère, les aient incités à s'élancer dans des opérations où leur ignorance devait forcément les conduire à des déboires. Il est souhaitable que la leçon porte ses fruits et que le marché à terme, redevenu ce qu'il était avant la guerre, l'apanage des gros capitalistes, de la haute banque et des spéculateurs professionnels, le reste définitivement.

Même parmi ces derniers, la crise a d'ailleurs fait des victimes. Nombreuses ont été jusqu'en 1932 les liquidations forcées de positions que les spéculateurs ne pouvaient plus défendre, liquidations qui pesaient sur les cours et se traduisaient par la diminution incessante de la position de place que nous avons déjà retracée. La plupart des nombreux syndicats qui s'étaient constitués avant la crise, dans le but de pousser les cours de telle ou telle valeur plus ou moins recommandable, ont disparu du marché pendant les années 1931 et 1932 : on n'a plus vu au cours de cette période de ces hausses inopinées et sans raison, qui, auparavant, animaient périodiquement les transactions sur certains titres.

Quelques krachs retentissants de spéculateurs notoires ont marqué le début de la crise boursière, et c'est en général la coulisse, marché libre où bien des abus et des manœuvres sont possibles, qui en a été le théâtre.

Dès octobre 1930, survient la déconfiture du banquier Oustric, animateur d'un groupe de valeurs comprenant l'Extension de l'Industrie française, la Holding française,

Paris Foncier, cotées à terme en coulisse, et bon nombre d'affaires de chaussures. Certaines de ces actions avaient connu pendant un an (l'Extension en particulier) des cotations invraisemblables au moyen du procédé classique, qui consiste, pour le détenteur d'une certaine quantité de capitaux et de titres, à pousser les cours avant chaque liquidation et à obliger ainsi les vendeurs à découvert, soit à racheter au prix fort un papier que lui-même leur fournit, soit à payer des déports considérables. Mais la crise économique arrivant, avec son cortège de mauvaises nouvelles, ne permit plus à Oustric de faire face aux ventes multipliées sur les valeurs qu'il soutenait. A la liquidation du 31 octobre 1930, la Chambre syndicale du terme de la coulisse décidait, en séance de réponse des primes, d'annuler toutes les cotations auxquelles il avait pu être procédé sur les valeurs du groupe Oustric, décrétant du même coup que les engagements conditionnels seraient dénoués d'office par abandon de primes, mesure qui lésait gravement les acheteurs de ferme contre prime. Puis, le 3 novembre, les dirigeants de la coulisse précisèrent que, désormais, les actions ainsi visées ne pourraient plus être traitées qu'en titres livrables le lendemain de leur négociation avant 11 heures. C'était la suppression pure et simple des transactions à terme sur les valeurs Oustric, quelques mois plus tard elles disparaissaient officiellement de la cote du terme. A ce moment-là, l'Extension, qui avait valu 2.365 francs au plus haut en 1930, se négociait de temps en temps aux environs de 20 francs.

A la suite de ce krach, sept maisons de coulisse, engagées personnellement dans des spéculations malheureuses — les coulissiers ne sont pas solidaires entre eux, ni léga-

lement cantonnés dans leur rôle d'intermédiaire — devaient fermer leurs guichets.

Quelques jours plus tard se produisait la défaillance du financier Dewilder, animateur d'un groupe de valeurs dont certaines, comme le Crédit Général des Pétroles et la Compagnie Industrielle du Platine, se négociaient à terme au parquet et dont d'autres, comme la Société Française des Pétroles de Malopolska, étaient cotées en coulisse du terme. Là encore, chute brutale des cours : l'action Malopolska, qui avait valu 389 au plus haut en 1930, tombant à 75. La déconfiture était toutefois moins complète que pour les valeurs du groupe Oustric. Il n'empêche que cinq nouvelles maisons de coulisse arrêtaient leurs opérations aux derniers jours de novembre, et ces défaillances successives entraînaient, un an plus tard, l'unification du marché libre <sup>(6)</sup>.

La fin de l'année 1930 s'achevait donc très mal pour la spéculation à terme. Durement touchée par ces effondrements répétés, considérablement amoindrie par la baisse générale des cours qui sévit alors et par les difficultés de quelques affaires de premier ordre (Banque Nationale de Crédit, Hydro-électrique de la Cère, Electro-métallurgique de Dives <sup>(7)</sup>) sur lesquelles les engagements à terme étaient importants, elle va désormais s'abstenir, presque complètement, de toute initiative dans le sens de la hausse, cependant que quelques spéculateurs avisés et quelquefois peu scrupuleux réaliseront de gros bénéfices à la baisse.

L'année 1933 a vu de timides reprises de l'activité spéculative. Quelques syndicats se sont reconstitués : c'est

---

(6) Voir p. 136.

(7) Voir détail à la section II.

ainsi que, depuis la fin du mois de mars, un « corner » sur la Franco-Polonaise des Pétroles poussait en quelques temps les cours de cette valeur de 75 francs à 430 francs. Pour la même raison, en fin d'année, l'action Vins et Spiritueux montait de plus de 150 points. Le rôle de ces syndicats est souvent néfaste, ils n'en peuvent pas moins jouer un rôle utile d'amorçage. Leur constitution était en tout cas le signe d'un regroupement de la spéculation. Le développement des engagements à terme sur les rentes à partir d'avril 1934 est venu confirmer cette impression.

### § 3. — Spéculation à la baisse.

Il nous reste, pour achever l'étude de la spéculation sur le marché à terme au cours de la crise actuelle, à dire quelques mots de l'action des baissiers, dont les manœuvres, au cours des années 1930, 1931, 1932, n'ont pas cessé de fournir un thème de développements intarissables aux journalistes financiers en mal de copie, et qui trouvaient là matière à excuser la carence de leurs pronostics constamment optimistes, et constamment démentis par les faits.

D'ailleurs, en parlant de la spéculation à la baisse, ils n'avaient pas toujours tort : les chiffres de la position de place vont nous apporter la preuve de son existence.

Alors qu'en temps normal, de l'avis unanime des spécialistes, la position vendeurs représente 10 p. 100 en moyenne de la position acheteurs, dès le début de la crise cette proportion a été largement dépassée, et l'action des baissiers, vendeurs à découvert, n'a cessé d'accélérer la chute des cours qui se produisait déjà par le seul jeu des circonstances économiques.

Dès la fin de 1930, les chiffres de la position de place décèlent l'existence d'un important découvert. A la liquidation du 30 décembre, la position vendeurs, qui se chiffre à 500 millions, représente 38 p. 100 de la position acheteurs, laquelle s'établit à 1.250 millions. Pendant les mois qui suivent, cette proportion dépasse 40 p. 100; elle atteint 53 p. 100 à la liquidation de fin décembre 1931 (620 millions à l'achat, 333 millions à la vente) et à celle du 15 janvier 1932 (704 millions à l'achat, 376 millions à la vente). Il faut toutefois remarquer que l'existence d'un fort découvert est techniquement favorable à une reprise des cours : dès que ceux-ci s'élèvent, les vendeurs sont obligés de se couvrir s'ils veulent limiter leur perte, et leurs demandes sans cesse accrues accélèrent la hausse. C'est ce qui se produit en février-mars 1932, la poussée des cours étant due originairement à l'important découvert dont l'existence est révélée au moment des liquidations de janvier.

Toutefois, l'alerte est brève pour les vendeurs. Aux liquidations d'avril, leurs positions atteignent 50 p. 100 de celles des vendeurs. Au 15 mai, elles s'élèvent à 55 p. 100 et à 61 p. 100 au 31 (400 millions à la vente contre 650 à l'achat), maximum qu'elles n'atteindront plus. Lors des liquidations de la fin d'année 1932, la position vendeurs représente encore fréquemment plus de 40 p. 100 de la position acheteurs.

Ce n'est qu'à partir de 1933 que le découvert cesse peu à peu ses attaques. Il estime sans doute qu'il n'y a plus désormais à gagner en jouant à la baisse, les cours étant tombés à des niveaux suffisamment faibles. Depuis janvier 1933, l'importance de la position vendeurs va en décroissant progressivement. A la première liquidation

de l'année, elle représentait encore 46 p. 100 de la position acheteurs : elle n'en représente plus que 20 p. 100 à fin décembre. Les premiers mois de 1934 ont vu un retour à la normale : à la liquidation du 15 mai 1934, la position vendeurs était de 237 millions contre 2.077 millions pour la position acheteurs, et représentait 12 p. 100 environ de cette dernière<sup>(8)</sup>.

Il est classique en période de crise boursière de charger les vendeurs à découvert de tous les péchés d'Israël et de leur reprocher l'effondrement des cours, comme s'ils étaient les causes du mal économique qu'ils ne font qu'exploiter; on n'y a pas manqué en 1931. Au début de décembre, le ministre de la Justice ordonnait même une enquête judiciaire contre les auteurs de manœuvres boursières et de bruits tendancieux. Cette mesure d'instruction n'a eu aucun résultat; elle visait surtout à donner à l'épargne l'impression qu'on s'occupait d'elle.

Plus judicieuses ont été les mesures prises, à diverses reprises, par la Chambre syndicale des agents de change pour restreindre les ventes à découvert : à la fin du mois de janvier 1931, elle invitait ses membres à ne plus accepter d'ordres de vente à terme s'ils n'étaient accompagnés d'une couverture de 40 p. 100 en espèces ou en titre. En juillet, elle précisait que, pour les ventes d'origine douteuse, la couverture devait être uniquement en espèces. Enfin, à la fin du mois de septembre 1931, lors de la panique provoquée par la chute de la livre sterling, elle imposait l'obligation de couvrir un ordre de vente à terme jusqu'à concurrence de 40 p. 100 en espèces et de 25 p. 100 en titres. Ces mesures entravaient surtout la petite spé-

---

(8) Voir tableau des positions aux liquidations en fin de section.

culation, elles ne pouvaient guère gêner la plupart des baissiers qui possèdent en général de grosses disponibilités. Aussi n'ont-elles pas empêché la persistance d'un très fort découvert tant que les gros spéculateurs ont pu penser qu'on n'avait pas encore touché les plus bas cours.

Il faut d'ailleurs reconnaître, si on se place au seul point de vue de l'équité et dans un régime de liberté, qu'il n'est pas plus juste d'entraver l'action des vendeurs à découvert que celle des acheteurs. Force est bien, en outre, de constater que si les baissiers ont pu, par moments, notamment en décembre 1931 et en mai 1932, provoquer des excès manifestes dans le sens de la sous-capitalisation, ces exagérations n'ont été que provisoires. Après une reprise momentanée, le niveau général des cours est tombé plus bas qu'il n'était jamais descendu. C'est même en mars 1934, alors que les chiffres de la position de place nous révèlent que le découvert est bien près de redevenir normal (voir tableau à la page suivante) que l'indice général des cours est tombé à 198, au point le plus bas qu'il ait jamais atteint.

En réalité, la spéculation à la baisse, bien que son action ait été parfois brutale et pas toujours irréprochable, a su rester dans les limites que lui traçait une judicieuse connaissance de la situation générale, tant politique qu'économique. L'examen des remaniements qu'a entraîné la crise actuelle dans la cote du marché à terme va nous prouver que ses prévisions pessimistes n'étaient pas dénuées de fondement.

**TABEAU VIII**  
**Relevé des positions acheteurs et vendeurs**  
**aux liquidations du parquet depuis décembre 1930.**

|                            | Position<br>acheteur   | Position<br>vendeur | Total | Proportion<br>de vendeurs<br>par rapport<br>aux acheteurs |
|----------------------------|------------------------|---------------------|-------|-----------------------------------------------------------|
|                            | En millions de francs. |                     |       | %                                                         |
| 31 décembre 1930 .....     | 1.300                  | 500                 | 1.800 | 38                                                        |
| Janv. 1931. L. f. de mois. | 1.250                  | 500                 | 1.750 | 40                                                        |
| Février 1931. Liq. 15 .... | 1.300                  | 525                 | 1.825 | 40                                                        |
| Liq. fin de mois .....     | 1.350                  | 490                 | 1.840 | 36                                                        |
| Mars. Liq. 15 .....        | 1.270                  | 535                 | 1.805 | 42                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.235                  | 490                 | 1.725 | 39                                                        |
| Avril. Liq. 15 .....       | 1.220                  | 480                 | 1.700 | 39                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.185                  | 450                 | 1.635 | 37                                                        |
| Mai. Liq. 15 .....         | 1.200                  | 460                 | 1.660 | 38                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.125                  | 499                 | 1.624 | 44                                                        |
| Juin. Liq. 15 .....        | 1.160                  | 518                 | 1.678 | 44                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.265                  | 532                 | 1.797 | 42                                                        |
| Juillet. Liq. 15 .....     | 1.149                  | 413                 | 1.562 | 35                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.049                  | 466                 | 1.515 | 44                                                        |
| Août 15 .....              | 1.038                  | 407                 | 1.465 | 38                                                        |
| Fin de mois .....          | 992                    | 401                 | 1.393 | 40                                                        |
| Septembre. Liq. 15 .....   | 903                    | 375                 | 1.278 | 41                                                        |
| Fin de mois .....          | 740                    | 345                 | 1.085 | 46                                                        |
| Octobre. Liq. 15 .....     | 700                    | 305                 | 1.005 | 43                                                        |
| Fin de mois .....          | 680                    | 323                 | 1.003 | 47                                                        |
| Novembre. Liq. 15 .....    | 730                    | 337                 | 1.067 | 46                                                        |
| Fin de mois .....          | 648                    | 321                 | 969   | 49                                                        |
| Décembre. Liq. 15 .....    | 646                    | 290                 | 936   | 44                                                        |
| Fin de mois .....          | 620                    | 333                 | 953   | 53                                                        |
| 1932 Janvier. Liq. 15 .... | 704                    | 376                 | 1.080 | 53                                                        |
| Fin de mois .....          | 728                    | 368                 | 1.096 | 50                                                        |
| Février. Liq. 15 .....     | 805                    | 410                 | 1.215 | 50                                                        |
| Fin de mois .....          | 992                    | 451                 | 1.443 | 41                                                        |
| Mars. Liq. 15 .....        | 1.011                  | 424                 | 1.435 | 41                                                        |
| Fin de mois .....          | 928                    | 437                 | 1.365 | 47                                                        |
| Avril. Liq. 15 .....       | 846                    | 423                 | 1.269 | 50                                                        |
| Fin de mois .....          | 743                    | 390                 | 1.133 | 52                                                        |
| Mai. Liq. 15 .....         | 716                    | 394                 | 1.110 | 55                                                        |
| Fin de mois .....          | 650                    | 400                 | 1.050 | 61                                                        |
| Juin. Liq. 15 .....        | 695                    | 421                 | 1.116 | 60                                                        |
| Fin de mois .....          | 777                    | 379                 | 1.156 | 48                                                        |
| Juillet. Liq. 15 .....     | 930                    | 362                 | 1.292 | 38                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.064                  | 452                 | 1.516 | 42                                                        |
| Août. Liq. 15 .....        | 1.126                  | 366                 | 1.492 | 32                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.250                  | 348                 | 1.598 | 27                                                        |
| Septembre. Liq. 15 .....   | 1.273                  | 387                 | 1.660 | 30                                                        |

|                            | Position<br>acheteur   | Position<br>vendeur | Total | Proportion<br>de vendeurs<br>par rapport<br>aux acheteurs |
|----------------------------|------------------------|---------------------|-------|-----------------------------------------------------------|
|                            | En millions de francs. |                     |       | %                                                         |
| Fin de mois .....          | 1.220                  | 507                 | 1.727 | 41                                                        |
| Octobre. Liq. 15 .....     | 984                    | 445                 | 1.429 | 45                                                        |
| Fin de mois .....          | 913                    | 443                 | 1.356 | 48                                                        |
| Novembre. Liq. 15 .....    | 927                    | 476                 | 1.403 | 51                                                        |
| Fin de mois .....          | 895                    | 429                 | 1.324 | 47                                                        |
| Décembre. Liq. 15 .....    | 949                    | 441                 | 1.390 | 46                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.089                  | 462                 | 1.551 | 42                                                        |
| 1933. Janvier. Liq. 15 ... | 1.097                  | 468                 | 1.565 | 42                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.032                  | 440                 | 1.472 | 42                                                        |
| Février. Liq. 15 .....     | 1.026                  | 400                 | 1.426 | 48                                                        |
| Fin de mois .....          | 943                    | 375                 | 1.318 | 39                                                        |
| Mars. Liq. 15 .....        | 1.033                  | 326                 | 1.359 | 31                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.108                  | 282                 | 1.390 | 25                                                        |
| Avril. Liq. 15 .....       | 1.084                  | 314                 | 1.398 | 28                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.027                  | 310                 | 1.337 | 30                                                        |
| Mai. Liq. 15 .....         | 1.064                  | 343                 | 1.407 | 32                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.121                  | 311                 | 1.432 | 27                                                        |
| Juin. Liq. 15 .....        | 1.152                  | 316                 | 1.468 | 27                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.141                  | 309                 | 1.450 | 27                                                        |
| Juillet. Liq. 15 .....     | 1.227                  | 304                 | 1.531 | 24                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.203                  | 285                 | 1.488 | 21                                                        |
| Août. Liq. 15 .....        | 1.181                  | 251                 | 1.432 | 21                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.177                  | 257                 | 1.434 | 21                                                        |
| Septembre. Liq. 15 .....   | 1.181                  | 264                 | 1.445 | 22                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.152                  | 255                 | 1.407 | 22                                                        |
| Octobre. Liq. 15 .....     | 1.118                  | 257                 | 1.375 | 23                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.090                  | 245                 | 1.335 | 22                                                        |
| Novembre. Liq. 15 .....    | 1.074                  | 245                 | 1.319 | 21                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.113                  | 237                 | 1.350 | 21                                                        |
| Décembre. Liq. 15 .....    | 1.166                  | 224                 | 1.390 | 19                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.175                  | 245                 | 1.420 | 20                                                        |
| 1934. Janvier. Liq. 15 ... | 1.218                  | 253                 | 1.471 | 20                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.238                  | 241                 | 1.479 | 19                                                        |
| Février. Liq. 15 .....     | 1.278                  | 233                 | 1.511 | 18                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.322                  | 221                 | 1.543 | 16                                                        |
| Mars. Liq. 15 .....        | 1.290                  | 206                 | 1.496 | 15                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.278                  | 185                 | 1.463 | 14                                                        |
| Avril. Liq. 15 .....       | 1.330                  | 195                 | 1.525 | 14                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.674                  | 224                 | 1.898 | 13                                                        |
| Mai. Liq. 15 .....         | 1.840                  | 237                 | 2.077 | 12                                                        |
| Fin de mois .....          | 1.840                  | 223                 | 2.063 | 12                                                        |

## SECTION II

### LA CRISE ET LA COTE DU TERME

Depuis 1930, la cote du marché à terme tant au parquet qu'en coulisse a subi des remaniements considérables : la déconfiture de certaines entreprises ou leur amoindrissement ont enlevé à leurs actions la plus grande partie de leur valeur. Ainsi amenuisés, ces titres étaient peu susceptibles d'intéresser la clientèle du marché à terme et d'alimenter de nombreuses transactions. Les organismes syndicaux de la Bourse de Paris les ont radié de la cote du terme après un préavis de quelques mois. Mais en même temps, et pour conserver toute son importance au marché à terme, ils ont dû introduire à sa cote de nouvelles valeurs destinées à maintenir et à accroître le volume des opérations.

Une simple comparaison de la cote du marché à terme en 1930 et en 1934 permet d'apprécier l'importance des radiations auxquelles il a fallu procéder et des introductions qui ont été faites.

Au début de 1930, la cote du terme comprenait 199 valeurs dont 96 au parquet, savoir :

#### FONDS D'ÉTAT FRANÇAIS :

3 p. 100; 3 p. 100 amortissable; 5 p. 100 1915-1916; 4 p. 100 1917; 4 p. 100 1918; 5 p. 100 1920 amortissable; 6 p. 100 1920; 4 p. 100 1925; 6 p. 100 1927 amortissable; 5 p. 100 1928 amortissable.

#### VALEURS FRANÇAISES :

*Banques.* — Banque de France; Banque de l'Algérie; Banque Nationale de Crédit; Banque de Paris et des Pays-Bas; Banque Transatlantique; Banque de l'Union Parisienne; Compagnie Algérienne, Comptoir Lyon-Alemand; Comptoir National

d'Escompte; Crédit Commercial de France; Crédit Foncier de France; Crédit Foncier de l'Indochine; Crédit Lyonnais; Crédit Mobilier Français; Société Financière Française et Coloniale; Société Générale; Rente Foncière; Société Générale Foncière.

*Canaux.* — Suez (capital); Suez (part de fondateur); Suez (Société civile).

*Chemins de fer.* — Chemins de fer de l'Est; Chemins de fer de Lyon; Chemins de fer du Midi; Chemins de fer du Nord; Chemins de fer d'Orléans; Chemins de fer de Santa-Fé; Métropolitain de Paris.

*Eaux, Electricité.* — Société Lyonnaise des Eaux et de d'Eclairage; Compagnie Parisienne de distribution d'électricité; Electricité de la Seine; Electricité et Gaz du Nord; Compagnie Générale d'Electricité; Energie Electrique du littoral méditerranéen; Energie Electrique du Nord de la France; Nord-Lumière; Thomson-Houston.

*Forges, Houillères, Mines.* — Aciéries et Forges de Firminy; Electro-Métallurgie de Dives; Forges et Aciéries du Nord et de l'Est; Tréfileries et laminoirs du Havre; Mines de Courrières; Mines de Lens; Mines de Vicoigne, Nœux et Drocourt; Compagnie du Boléo; Société Minière de Penarroya; Compagnie Industrielle du platine;

*Produits chimiques, Pétroles, Phosphates.* — Crédit Général des Pétroles; Dabrowa; Bozel-Maletra; Kuhlmann; Gafsa; Produits Chimiques d'Alais, Froges et Camargue;

*Transports.* — Chargeurs Réunis; Transatlantique; Voitures à Paris;

*Valeurs diverses.* — Air Liquide; Caoutchoucs de l'Indochine; Citroën; Cultures Tropicales; Ford.

Et 103 en coulisse, savoir :

Mines d'Albi; Alsaciennes de Produits Chimiques;  
Balía Karaïdin; Banque Nationale d'Egypte; la Bienhoa;  
Brakpan Mines; Bruay;  
Cairo Electric Railways; Cambodge; Camp-Bird; Canadian Eagle; Société Financière des Caoutchoucs; Société Financière des Caoutchoucs (action V) Chartered; Colombia; Comptoirs Africains; Corcordia; Corocoro; Crown Mines;

De Beers (ordinaires); De Beers (préférence); Dong-Trieu;  
Eastern Rubber; Est Rand Proprietary Mines; Ekatherine;  
Equateur Estrellas Mining; Extension; Extrême-Orient;  
Franco-Polonaise des Pétroles; Franco-Wyoming;  
Geduld Proprietary; General Mining; Giraudon; Gold Fields;  
Gold Trust; Grammont; Gula Kalumpong;  
Holding française; Hotchkiss; Huanchaca; Huelva-Copper; Huiles  
de Pétrole; Hydro-Electrique de la Cère;  
Jagerfonstein; Johannesburg;  
Kuala-lumpur;  
Langlaagte Estate; Liévin; London Tin Corporation (ordinaires);  
London Tin Corporation (préférence); Lorraine-Dietrich;  
Main Reef Mines and Estate; Malacca Rubber (ordinaires);  
Malacca Rubber (préférence); Malopolska; Match and  
Tobacco; Mexicain Intérieur 5 p. 100; Mexicain Intérieur  
3 p. 100; Bons Mexicains 6 p. 100 1913; Mexican Eagle;  
Michelin; Mines et Minerais; Moteurs Gnôme-Rhône; Moulins  
du Magrheb; Mozambique; M'zaïta;  
Naraguta; Navigation de l'Afrique du Nord; North Caucasian;  
Oceana Consolidated;  
Padang; Paris Foncier (B); Paris Foncier (50<sup>e</sup> de part); Pena  
Copper Mines; Phosphates de Constantine; Phosphates du  
Djebel Mdilla; Phosphates Tunisiens; Plakalnitza;  
Randfontein Estates; Rand Mines; Roumano-Belges de Pétrole;  
Shansi; Shell; Silva Plana; Steaua française;  
Tabacs d'Orient et d'outre-mer; Tanganyika; Tavoy-Tin; Terres  
Rouges; Tharsis; Transvaal; Tubes et Forges de Sosnowice;  
Tubize;  
Union Corporation; Union Tropicale de Plantations; Urikany;  
Verminck; Vieille Montagne; Villemagne; Vins et Spiritueux;  
Viscose;  
West Rand.

Au 30 juin 1934, nous trouvons 100 valeurs cotées à  
terme au parquet, savoir :

FONDS D'ÉTAT FRANÇAIS :

3 p. 100; 3 p. 100 amortissable; 4 p. 100 1917; 4 p. 100 1918;  
5 p. 100 1920 amortissable; 4 p. 100 1925; 4 1/2 p. 100 1932 (A);  
4 1/2 p. 100 1932 (B); Obligations du Trésor 4 1/2 p. 100 1933;  
Obligations du Trésor 4 1/2 p. 100 1932; Bons du Trésor

4 1/2 p. 100 1933; Bons du Trésor 5 p. 100 1933; Bons du Trésor 5 p. 100 1934; Caisse autonome.

VALEURS FRANÇAISES :

*Banques.* — Banque de France; Banque de l'Algérie; Banque de Paris et des Pays-Bas; Banque Transatlantique; Banque de l'Union Parisienne; Compagnie Algérienne; Comptoir National d'Escompte de Paris; Crédit Commercial de France; Crédit Foncier de France; Crédit Foncier de l'Indochine; Crédit Lyonnais; Société Financière Française et Coloniale; Société Générale; Rente Foncière; Société Générale Foncière.

*Canaux.* — Suez (capital); Suez (part de fondateur); Suez (Société Civile).

*Chemins de fer, Tramways.* — Chemins de fer de l'Est; Chemins de fer de Lyon; Chemins de fer du Midi; Chemins de fer du Nord; Chemins de fer de Santa-Fé; Métropolitain de Paris; Parisienne des Chemins de Fer; Tramways et Eclairage de Shangai.

*Eaux, Electricité.* — Société Lyonnaise des Eaux et de l'Eclairage; Distribution d'Electricité; Electricité de Paris; Electricité de la Seine; Electricité et Gaz du Nord; Générale d'Electricité; Energie Electrique du littoral méditerranéen; Energie Electrique du Nord de la France; Nord-Lumière; Thomson-Houston; Union d'Electricité.

*Forges, Houillères, Mines.* — Forges et Aciéries du Nord et de l'Est; Schneider et Cie; Tréfileries et Laminoirs du Havre; Mines de Courrières; Mines de Lens; Mines de Vicoigne; Boléo; Nickel; Penarroya.

*Produits chimiques, Pétroles, Phosphates.* — Société Française Industrielle et Commerciale de pétrole; Kuhlmann; Gafsa; Produits Chimiques d'Alais; Rhône-Poulenc; Saint-Gobain.

*Transports.* — Chargeurs Réunis.

*Valeurs diverses.* — Air Liquide; Caoutchoucs de l'Indochine; Citroën; Compteurs et Matériel d'Usines à Gaz; Ford; Pathé Cinéma V. P.; Pathé Cinéma (capital); Peugeot; Raffineries Say; Union Européenne Industrielle et Financière.

FONDS D'ETAT ÉTRANGERS :

Allemagne (Plan Young); Egypte 7 p. 100; Japon 5 p. 100 1907; Russie consolidée 4 p. 100; Serbie 4 p. 100; Turquie 7 1/2 p. 100.

VALEURS ÉTRANGÈRES :

Banque Nationale du Mexique; Banque Ottomane; Crédit Foncier Egyptien; Canadian Pacific Railways; Wagons-lits; Philips; Central Mining; Geduld Proprietary; Montecatini; Rio Tinto; Azote (Société Norvégienne); Pétrofina; Royal Dutch; Amsterdam Rubber; Portuguesa de Tabacos; Sucreries et Raffineries d'Egypte.

Et 101 en coulisse :

Mines d'Albi; Areas; Astra-Romana;  
Banque Nationale d'Egypte; Barcelona Traction; Brakpan; British American; Bruay;  
Cairo Electric Railways; Cambodge; Canadian Eagle; Caoutchoucs; Caoutchoucs V; Chartered; City Deep; Colombia; Concordia; Crown Mines;  
Daggafontein Mines; De Beers (ordinaires); De Beers (préférence); Dong Trieu; Durban Roodepoort Deep;  
Eastern-Rubber; East Geduld Mines; East Rand; Equateur; Estrellas Mining; Extrême-Orient;  
Franco-Polonaise des Pétroles; Franco Wyoming; General Mining; Goldfields; Gula Kalumpong;  
Hotchkiss; Houve (La); Huanchaca; Huiles de pétrole; Hydro-Electrique de la Cère;  
Jagersfontein; Johannesburg;  
Kuala-lumpur;  
Lake view; Langlaagte; Lievin; London Tin Corporation (ordinaires); London Tin Corporation (préférence); Lorraine-Diétrich;  
Main Reef Mines; Malacca Rubber (ordinaires); Malacca Rubber (préférence); Mexicain intérieur 5 p. 100; Mexicain intérieur 3 p. 100; Bons Mexicains 6 p. 100 1913; Mexican Eagle, Michelin, Mines et Produits Chimiques; Minière des Grands Lacs Africains; Moteurs Gnôme et Rhône; Moulins de Magrebb; Mozambique; M'zaïta;  
Naraguta Tin Mines; Navigation pour l'Afrique du Nord; New State Areas;  
Padang; Pernod; Phosphates de Constantine; Phosphates du Djebel M'dilla; Phosphates Tunisiens; Plakalnitza; Pointe-à-Pitre;  
Randfontein Estates; Rand Mines; Roan Antelope; Copper Mines; Roumano-Belge;

MARAIS.

Shansi; Shell; Silva Plana; Simmer and Janck Mines; Springs Mines; Steaua Française; Sub Nigel; Tanganyika; Tavoy-Tin; Terres Rouges; Tharsis; Transvaal; Tubes et Forges de Sosnowice; Tubize. Union Corporation; Union Minière du Haut-Katanga (privilégiées); Union Minière du Haut-Katanga à capital; Union Minière du Haut-Katanga (dividende); Union Tropicale de Plantations; Urikany; Verminck; Vieille Montagne; Vins et Spiritueux; Viscose; West Rand.

En comparant les cotes du terme à ces deux époques, on s'aperçoit que 20 valeurs, qui se négocient à terme au parquet, ont disparu en 1934.

Ce sont : 5 p. 100 1915-1916; 6 p. 100 1920; 6 p. 100 1927 amortissable; 5 p. 100 1928 amortissable; Banque Nationale de Crédit; Comptoir Lyon-Alemand; Crédit Mobilier Français, Aciéries et Forges de Firminy; Electro-Métallurgie de Dives; Industrielle du Platine; Crédit Général des Pétroles; Pétroles de Dabrowa; Bozel Maëstra; Transatlantique; Voitures à Paris; Cultures Tropicales; Russie 5 p. 100 1906; Ottoman 5 p. 100 1916; Lautaro Nitrate; Oriental Carpet.

En coulisse, 24 valeurs ont été radiées : Alsacienne de Produits Chimiques; Balia Karaïdin; Bienhoa; Campbird; Comptoirs Africains; Corocoro; Ekatherine; Extension de l'Industrie Française; Geduld Proprietary (passée au parquet); Giraudon; Gold Trust; Grammont; Holding française; Huelva Copper; Malopolska; Match and Tobacco; Mines et Minerais; North Caucasian; Oceana; Paris Foncier (actions); Paris Foncier (parts); Pena Copper; Tabacs d'Orient; Vilmaigne.

Par contre, les introductions de valeurs nouvelles ont été nombreuses. Il y en a eu 25 au parquet à terme :

4 1/2 p. 100 1932 A; 4 1/2 p. 100 1932 B; Obligations du Trésor 4 1/2 p. 100 1933; Obligations du Trésor 4 1/2 p. 100 1932 (Outillage National); Bons du Trésor 4 1/2 p. 100 1933; Bons du Trésor 5 p. 100 1933; Bons du Trésor 5 p. 100 1934; Caisse Autonome 4 1/2 p. 100 1929; Parisienne pour l'industrie des chemins de fer et tramways électriques; Tramways de Shangaï; Electricité de Paris; Union d'Electricité; Schneider et Cie; Nickel; Société Française des Pétroles; Rhône-Poulenc; Saint-Gobain; Compteurs et matériel d'usine à gaz; Plan Young 5 1/2 p. 100 1920; Egypte 7 p. 100; Japon 5 p. 100 1907; Turquie 7 1/2 p. 100 1933; Philips; Gedul Proprietary; Amsterdam Rubber.

Et 22 en coulisse : Areas; Astra-Romana; Barcelona traction; British America; Tobacco; City-Deep; Daggafontein Mines; Durban Roopeepoort Deep; East Geduld; La Houve; Lake Wiew and Star; Société des Mines et des Produits Chimiques; Minières des Grands Lacs Africains; New State Areas; Etablissements Pernod; Pointe-à-Pitre; Roan antelope; Simmer and Jack Mines; Springs Mines; Sub Nigel; Union Minière du Haut-Katanga (actions privilégiées; actions de capital; actions de dividende).

On ne peut évidemment tenir compte des radiations de rentes provoquées par la conversion (4 valeurs) et de l'échange des fonds ottomans <sup>(9)</sup>, ni des titres ôtés à la coulisse pour être transférés au parquet à terme <sup>(10)</sup>. Il n'en reste pas moins que, depuis 1930, 38 valeurs ont dû être radiées du marché à terme, où elles n'étaient plus capables, à raison des déboires subis, de jouer un rôle efficace.

Point n'est besoin d'épiloguer longuement sur de tels chiffres; ils disent assez par eux-mêmes que les valeurs

---

(9) Voir plus loin, p. 154.

(10) Geduld Proprietary.

inscrites au marché à terme n'ont, pas plus que les autres, échappé aux dures conséquences de la crise économique. Nous avons indiqué précédemment les actions qui avaient été radiées à la suite des krachs spécifiquement boursiers d'Oustric et de Dewilder<sup>(11)</sup>. Il ne nous appartient pas de rechercher les raisons, étrangères à notre étude, qui ont pu motiver la disparition du marché à terme des autres titres que nous venons d'énumérer. Signalons toutefois que l'œuvre d'assainissement ne paraît pas encore terminée, et que la présence à la cote du terme, en coulisse notamment, de titres réduits à une valeur minime<sup>(12)</sup> et qui ne donnent plus lieu qu'à des négociations réduites ne semble plus se justifier que par le souci inavoué de ménager certains intérêts particuliers.

Ayant ainsi réduit le nombre des valeurs admises à des transactions différées, il fallait pourvoir au réapprovisionnement de la cote. C'est à quoi se sont employées, dès 1931, les Chambres syndicales du parquet et de la coulisse.

Aucun obstacle, si ce n'est l'approbation des sociétés intéressées, n'entravait l'introduction à terme des valeurs françaises. Profitant de la latitude qui leur était ainsi laissée, les agents de change ont porté au marché à terme officiel, outre les fonds d'Etat, Bons du Trésor et obligations émis en 1932, 1933, 1934, pour lesquels l'admission était de droit, nombre de valeurs industrielles d'un bon standing et largement connues. En 1931, ce sont les Tramways de Schangai; en 1932, la Parisienne des Tramways, l'Electricité de Paris, l'Union d'Electricité, Schneider et

---

(11) Voir précédemment, p. 136 et suiv.

(12) Sur 97 titres inscrits à la cote du terme en coulisse au mois de septembre 1931, 54 étaient à cette époque négociés au-dessous de 100 francs.

Cie; le Nickel. L'effort se poursuit en 1933 et 1934, années qui voient l'introduction de la Société Française des Pétroles, de Rhône-Poulenc, de l'action Compteurs et Matériel de l'Usine à Gaz, de Saint-Gobain. De leur côté, les cou-lissiers admettaient aux négociations à terme les actions : La Houve (1931), Pernod (1931), Mines et Produits Chimiques (1932), Pointe-à-Pitre (1932).

Si toutefois les dirigeants du marché à terme voulaient lui redonner une activité nouvelle et faire de la Bourse de Paris une grande place financière internationale, rôle que la stabilité du franc lui permettait de jouer, ils devaient inscrire à leur cote un certain nombre de valeurs étrangères, largement négociées sur les places internationales, et rendant possibles de multiples arbitrages. Il semble que l'effort poursuivi dans ce sens au terme du parquet ait été assez médiocre. La première valeur étrangère introduite est la Geduld Proprietary, mine d'or de bonne qualité, qu'on enlève à la coulisse au début de 1933. Ce choix était excellent, et la hausse qui s'est depuis manifestée sur les mines d'or l'a pleinement justifié. Après ce premier pas, la Chambre syndicale arrête les introductions de titres étrangers. Elle pouvait invoquer, à sa décharge, les lenteurs de la loi du 31 mai 1916, qui soumettait encore les inscriptions à la cote officielle des valeurs non françaises, à l'autorisation du ministre des Finances et du ministre des Affaires étrangères.

Mais, en septembre 1933, cette loi est abrogée. Désormais, les valeurs étrangères, autres que les fonds publics, peuvent être librement introduites au marché officiel, sous réserve d'un avis favorable du Comité central de la Bourse institué par un arrêté du ministre des Finances. Ce Comité comprend, sous la présidence du Syndic des agents de

change, des agents de change, des banquiers et des représentants de porteurs de valeurs mobilières. Le ministre des Finances conserve cependant le droit d'interdire la négociation, en France, des valeurs étrangères, interdiction prévue par le décret du 6 février 1880.

Cette législation plus libérale ne paraît pas avoir jusqu'ici donné ce qu'on attendait d'elle, un « rajeunissement de la cote »<sup>(13)</sup>. En dehors de la dette unifiée égyptienne 7 p. 100 et du Japon 5 p. 100 1907, fonds d'Etat déjà négociés au comptant, admis aux négociations à terme à la fin de l'année 1933, et que les nouvelles dispositions légales n'intéressaient pas, deux valeurs étrangères seulement, néerlandaises toutes deux, ont été inscrites à la cote du terme : la « Philips » et « l'Amsterdam Rubber ». Encore que la qualité de ces titres ne soit guère discutable, on peut regretter que l'introduction en ait été faite à des prix manifestement exagérés. C'est ainsi que l'action Philips est tombée en quelques mois du cours de 1930, qu'elle cotait au début de janvier 1934, à celui de 1550. Il faut espérer que les dirigeants du marché officiel sauront aller chercher à la Bourse de Londres les titres de premier ordre que cette place pourrait leur fournir.

Les coulissiers, plus libres dans le choix des valeurs négociables à leur cote, ont fait un effort de renouvellement beaucoup plus sensible. Signalons que l'abus, qui avait consisté pendant de longues années à ne coter à terme sur le marché libre qu'un certain nombre de titres d'une même valeur étrangère, a presque complètement disparu par suite de l'assimilation des diverses séries de titres. Il avait pour résultat de faire payer la même action

---

(13) Voir cote de la Bourse et de la Banque du 18 septembre 1933.

quelques dizaines de francs plus chers aux acheteurs français qu'aux acheteurs internationaux. Dès 1931, les banquiers en valeurs admettaient, en outre, sur leur marché à terme, les divers titres de l'Union minière du Haut-Katanga, vedette de la Bourse bruxelloise. Ils y ont joint depuis, un certain nombre de mines d'or, comme la Sub-Nigel (1931), l'East Geduld (1931), la New State Areas (1932) et la Daggafontein (1934), des valeurs d'électricité comme la Barcelona Traction, des titres cuprifères comme la Roan Antelope (1933), etc. <sup>(14)</sup>, toutes affaires d'un honorable « standing ». Ce rajeunissement n'est pas terminé, mais il semble que, d'ores et déjà, la coulisse du terme pourrait fournir au parquet quelques valeurs intéressantes.

### SECTION III

#### L'ORGANISATION DU MARCHÉ A TERME AU COURS DE LA CRISE

L'effort restreint de « rajeunissement », que nous avons indiqué à propos des remaniements subis par la cote du terme, se retrouve aussi limité en matière d'organisation du marché. On aurait pu légitimement espérer que, depuis 1931, à la suite de l'abandon de l'étalon-or par la plupart des pays, les dirigeants de la Bourse de Paris, les pouvoirs publics, mettraient tout en œuvre pour rendre notre marché matériellement capable de recueillir la primauté financière des places anglo-saxonnes.

Il y avait beaucoup à faire pour donner aux transactions à terme toute la publicité désirable. Nous avons vu que si les agents de change se sont décidés, au début de 1931, à indiquer régulièrement les chiffres de la position de

---

(14) Voir relevé de ces valeurs, p. 151.

place, donnée singulièrement précieuse pour les spéculateurs professionnels, ils n'ont pas jugé bon de pousser plus loin le souci du détail et de mentionner la part revenant, dans ces chiffres, aux engagements à terme sur les rentes. Les coulissiers ont même jugé inutile toute indication de ce genre. Ils se contentent de faire connaître de temps en temps, et selon leur gré, les chiffres des positions reportées sur leur marché.

Il semble qu'il y aurait également intérêt à acclimater, sur notre marché à terme, certaines options anglaises, les options à la vente principalement, inconnues à Paris, qui auraient fourni aux professionnels le moyen de varier leurs combinaisons et de développer les transactions. Aucun essai n'a été tenté dans ce sens.

Toutefois, pour favoriser les arbitrages avec New-York, les agents de change ont institué, depuis le 15 novembre 1932, une séance quotidienne supplémentaire, qui se tient les lundis à vendredis inclus, de 14 h. 45 à 15 h. 30, les samedis de 10 h. 45 à 11 h. 30, et pendant laquelle on peut actuellement traiter à terme des opérations sur les valeurs internationales suivantes : Métropolitain, Plan Young, Crédit Foncier Egyptien, Canadian Pacific, Philips, Central, Mining, Geduld, Rio Tinto, Royal Dutch, Amsterdam Rubber.

De son côté, la Chambre syndicale des coulissiers prenait des mesures analogues. Représentant l'ensemble de la corporation depuis qu'en janvier 1932 banquiers en valeurs à terme et banquiers en valeurs au comptant ont fusionné en un seul syndicat, elle jouissait en effet d'une plus grande autorité. Le 2 novembre 1932, elle décidait que les opérations à terme ferme et prime sur les valeurs de la cote faisant également l'objet de négociations sur

d'autres places se poursuivraient jusqu'à 15 h. 30. Cette mesure a été complétée depuis le 2 janvier 1934 par l'institution d'une séance supplémentaire pour ces mêmes valeurs, les samedis, de 10 h. 45 à 11 h. 30.

Ces dispositions nouvelles facilitent les arbitrages de place et ont une utilité certaine. Elles auraient pu, toutefois, s'encadrer heureusement dans un plan d'ensemble des améliorations à apporter au marché à terme. Indépendamment des mesures de l'ordre de celles que nous avons évoquées au début de cette section : publicité et variété des opérations, ce plan aurait dû apporter en matière de courtages des rabais substantiels, destinés à attirer sur notre place les spéculateurs internationaux. De leur côté, et dans le même but, les pouvoirs publics pouvaient améliorer le régime fiscal des opérations de Bourse à terme. Il faut constater que sur ces deux points, décisifs pour l'avenir du marché, la politique suivie, tant par les agents de change que par le législateur, n'a pas été très favorable.

#### § 1. — Les tarifs de courtage des opérations à terme de 1930 à 1934.

Par deux fois, au cours de la crise, en 1932 et en 1934, la Chambre syndicale des agents de change a élevé les tarifs des courtages perçus par ses membres sur les opérations de Bourse à terme. Si les intérêts personnels de ces derniers ont pu momentanément s'en trouver mieux, il est bien certain que le marché financier français ne risquait guère de puiser là un motif d'animation et d'activité.

Jusqu'en 1932, les tarifs appliqués étaient ceux du 1<sup>er</sup> janvier 1920.

En voici le détail pour les opérations à terme :

1° *Rentes françaises :*

- 0 fr. 04 par 3 francs de rente 3 p. 100 ou par 3 fr. 50 de rente 3 1/2 p. 100;
- 0 fr. 05 par 4 francs de rente 4 p. 100 ou par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 p. 100, ou par 5 francs de rente 5 p. 100.

2° *Rentes étrangères se négociant en capital ou en rente :*

- Lorsque le cours est inférieur à 60 francs : 0 fr. 06 du capital nominal;
- dans les autres cas : 0 fr. 10 p. 100 du montant de la négociation.

3° *Actions et obligations :*

- Lorsque le cours est inférieur à 200 francs : 0 fr. 25 par action ou obligation;
- Lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs : 0 fr. 50 par action ou obligation.
- Lorsque le cours est supérieur à 400 fr., 0,125 p. 100 du montant de la négociation.

4° *Opérations de report :*

Rentes françaises :

- 0 fr. 02 par quinzaine et par 3 francs de rente 3 p. 100 ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 p. 100;
- 0 fr. 025 par quinzaine et par 4 francs de rente 4 p. 100, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 p. 100 ou 5 francs de rente 5 p. 100.

Autres valeurs :

- 1,80 p. 100 l'an du montant de la valeur reportée, calculé d'après le cours de compensation pour les opérations donnant lieu à un report;

- 1,20 p. 100 l'an du montant de la valeur reportée, calculé comme ci-dessus pour les emplois de capitaux en report.

Le 31 mars 1932, la Chambre syndicale remaniait ces tarifs. L'augmentation était d'ailleurs modérée; elle ne portait que sur les actions et obligations : le courtage était désormais de 0 fr. 30 par action ou obligation lorsque le cours est inférieur à 200 francs, de 0 fr. 60 par action ou obligation lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs, de 0,15 p. 100 du montant de la négociation dans les autres cas. Quant au courtage sur les opérations de reports de valeurs autres que les rentes françaises, il était peu après fixé à :

- 1,20 p. 100 l'an, si le taux moyen de l'argent est supérieur à 3 p. 100;
- 1,50 p. 100 l'an, si le taux moyen de l'argent est de 3 p. 100 au maximum et supérieur à 1,50 p. 100;
- 1,80 p. 100 l'an, si le taux moyen de l'argent est égal ou inférieur à 1,50 p. 100.

Ces augmentations n'étaient sans doute pas suffisantes pour rendre aux charges d'agent de change leur prospérité d'antan. Aussi, le 1<sup>er</sup> avril 1934, la Chambre syndicale instaurait-elle un nouveau tarif. Cette fois, les courtages sont sérieusement accrus. Joint à la taxe sur les opérations de Bourse, ils rendent désormais passablement onéreuses les transactions à terme, et la presse financière n'a pas manqué de souligner combien le moment paraissait mal choisi pour de telles augmentations. Les rentes françaises n'ont pas échappé à la majoration des courtages, qui sont perçus dorénavant sur les bases suivantes :

1° *Rentes françaises :*

- 0 fr. 05 par 3 francs de rente 3 p. 100 ou par 3 fr. 50 de rente 3 1/2 p. 100;
- 0 fr. 06 par 4 francs de rente 4 p. 100, ou par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 p. 100, ou par 5 francs de rente 5 p. 100.

2° *Rentes étrangères se négociant en rente :*

- Lorsque le cours est inférieur à 60 p. 100, 0 fr. 10 du capital nominal;
- Dans les autres cas, 0,15 p. 100 du montant de la négociation.

3° *Actions et obligations :*

- Lorsque le cours est inférieur à 200 francs, 0 fr. 40 par action ou obligation;
- Lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs, 0 fr. 75 par action ou obligation;
- Lorsque le cours est supérieur à 400 francs, 0,20 p. 100 du montant de la négociation.

4° *Opérations de report :*

Rentes françaises. :

- 0 fr. 025 par quinzaine et par 3 francs de rente 3 p. 100 ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 p. 100;
- 0 fr. 03 par quinzaine et par 4 francs de rente 4 p. 100, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 p. 100, 5 francs de rente 5 p. 100.

Autres valeurs :

- 1,80 p. 100 l'an du montant de la valeur reportée, calculé d'après les cours de compensation, pour les opérations donnant lieu à un report;
- 1,20 p. 100 du montant de la valeur reportée, calculé

comme ci-dessus pour les emplois de capitaux en report.

Sur le marché libre, les coulissiers ont toujours pratiqué des tarifs beaucoup plus élevés que ceux des agents de change. Aussi ont-ils conservé les tarifs établis par eux pour les opérations à terme lors de leur fusion en un seul syndicat.

*1° Affaires fermes et à primes :*

P. 100 :

|                                                        |    |      |
|--------------------------------------------------------|----|------|
| Courtage par titre jusqu'à 25 francs inclusivement.... | F. | 0 25 |
| Au-dessus de 25 francs jusqu'à 75 francs inclus..      |    | 0 50 |
| Au-dessus de 75 francs jusqu'à 150 francs inclus..     | 1  | »    |
| Au-dessus de 150 francs jusqu'à 250 francs inclus..    | 1  | 50   |
| Au-dessus de 250 francs jusqu'à 350 francs inclus..    | 2  | »    |
| Au-dessus de 350 francs jusqu'à 500 francs inclus..    | 2  | 50   |
| Au-dessus de 500 francs jusqu'à 650 francs inclus..    | 3  | »    |
| Au-dessus de 650 francs jusqu'à 1.000 francs inclus..  | 3  | 50   |
| Au-dessus de 1.000 francs .....                        |    | 3 50 |

*2° Reports :*

P. 100 :

|                                                       |    |       |
|-------------------------------------------------------|----|-------|
| Jusqu'à 25 francs inclusivement .....                 | F. | 0 125 |
| Au-dessus de 25 francs jusqu'à 75 francs inclus..     | 0  | 25    |
| Au-dessus de 75 francs jusqu'à 150 francs inclus..    | 0  | 50    |
| Au-dessus de 150 francs jusqu'à 250 francs inclus..   | 0  | 75    |
| Au-dessus de 250 francs jusqu'à 350 francs inclus..   | 1  | »     |
| Au-dessus de 350 francs jusqu'à 500 francs inclus..   | 1  | 25    |
| Au-dessus de 500 francs jusqu'à 650 francs inclus..   | 1  | 50    |
| Au-dessus de 650 francs jusqu'à 1.000 francs inclus.. | 2  | »     |
| Au-dessus de 1.000 francs .....                       |    | 2 »   |

Il est aisé d'apprécier, par la simple lecture de ces divers tarifs, la charge qu'ils représentent pour le spéculateur. Supportables sur une opération isolée, ils deviennent rapidement très lourds sur une série d'achats et de ventes et demandent, pour être récupérés, des écarts de

cours d'une certaine ampleur. Dans les options, ils représentent une part importante de la prime.

En admettant que les courtages actuels soient nécessaires à la subsistance des intermédiaires, il serait peut-être utile de les diversifier et de les assouplir, si l'on veut multiplier les transactions à terme et rendre aux cours une signification qu'ils perdent souvent par suite de l'étroitesse du marché.

## § 2. — Le régime fiscal des opérations à terme de 1930 à 1934.

De son côté, le législateur, qui, au début de la crise, avait sérieusement diminué le tarif du droit de timbre sur les opérations de Bourse, n'a pas tardé à retirer les dégrèvements consentis, contribuant ainsi, pour sa part, à augmenter les charges de la clientèle du marché à terme.

Au mois d'avril 1930, en présence d'imposantes plus-values budgétaires réalisées au cours des années 1928 et 1929, la taxe sur les opérations de Bourse a été sensiblement diminuée.

Toutefois, rien n'a été changé au droit qui frappait les achats ou les ventes à terme portant sur les rentes françaises, qui est resté fixé au taux de 0 fr. 0125 par 1.000 fr. ou fraction de 1.000 francs du montant de la négociation. L'Etat, qui connaît bien l'utilité primordiale d'un large marché pour ses fonds publics, s'était, en effet, toujours attaché à n'atteindre que de façon très minime les transactions sur les rentes : aucun dégrèvement n'était sur ce point nécessaire.

Par contre, la loi du 26 avril 1930 a prévu pour toutes les opérations à terme sur les valeurs autres que la rente française un abaissement des droits sur les achats ou les

ventes de 1 fr. 50 à 0 fr. 50 pour 1.000 francs. Les opérations de report sur les mêmes valeurs ont vu également la taxe qui les frappait ramenée de 0 fr. 50 à 0 fr. 25 pour 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs, basée sur le cours de compensation majoré s'il y a lieu du prix du report. Pour les rentes françaises, le taux restait cependant fixé à 0 fr. 0625 par 1.000 francs <sup>(15)</sup>.

Ainsi, le marché à terme se voyait favorisé de dégrèvements importants, susceptibles d'alléger de plusieurs dizaines de millions par an les charges fiscales imposées à sa clientèle. Malheureusement, au milieu de la tourmente économique, dont les premiers symptômes apparaissaient alors en France, ces mesures n'ont pas eu immédiatement l'effet bienfaisant qu'on attendait d'elles. Les transactions à terme n'ont pas été ranimées par ces incidences, heureuses certes et capables de remédier à une atonie passagère, mais impuissantes alors qu'elles se produisaient isolément, en face d'une crise aussi grave.

Devant ce manque provisoire d'efficacité, l'Etat lui-même, bientôt atteint par des déficits budgétaires qu'il lui fallait combler, n'allait pas manquer d'en tirer argument pour justifier la reprise des anciens tarifs. La loi du 13 juillet 1932 fixe de nouveau la taxe sur les opérations à terme et la taxe sur les reports pour les valeurs autres que les rentes françaises, au taux appliqué avant les dégrèvements de 1930. Ce « regrèvement » n'a évidemment pas favorisé l'accroissement du volume des transactions.

Tel est actuellement le régime fiscal du marché à terme. En dépit des tentatives de la Chambre des députés, le Sénat a toujours refusé depuis 1932 de laisser majo-

---

(15) Voir *Revue d'économie politique*, 1931, p. 536 et suiv., et commentaire L. 26 avril 1930, D. 30. 4. 239.

rer encore la taxe sur les opérations de Bourse. Il est permis de penser que des augmentations ne sont plus à craindre de ce côté, et c'est heureux pour l'avenir du marché à terme et des transactions boursières en général, que rend plus coûteuses l'accroissement des courtages perçus au parquet.

Il importe de signaler enfin ici, brièvement, les changements survenus dans le régime fiscal des valeurs mobilières. Ces mesures, par les modifications des bénéfices des sociétés et des dividendes nets distribués qu'elles entraînent, ont, en effet, une répercussion directe sur la tenue des cours et les volumes des transactions de l'ensemble de la Bourse et du marché à terme en particulier. Après avoir, en 1929, et surtout par la loi du 26 avril 1930, diminué les droits de timbre et de transmission qui frappent les valeurs mobilières, ramené de 18 à 16 p. 100 l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, le législateur, par la loi du 23 décembre 1933, a fait disparaître une partie des dégrèvements consentis<sup>(16)</sup> et porté notamment l'impôt cédulaire de 16 à 17 p. 100. Si l'on veut éviter l'amoin- drissement incessant de la fortune mobilière, il faut souhaiter que s'arrêtent les exigences du fisc. Il y a là pour le Gouvernement de trêve une œuvre de réformation nécessaire.

## SECTION IV

### LA CRISE ET LES REPORTS AUX LIQUIDATIONS

Contrairement à nombre de crises précédentes, qui avaient été marquées par une vive tension des taux monétaires, la dépression économique actuelle, la plus forte qui ait encore ébranlé le monde moderne, s'est écoulée

---

(16) La taxe de transmission a été reportée de 0,25 à 0,30 p. 100.

en France pendant une période où l'argent à court terme est resté extrêmement abondant et bon marché.

Le taux des reports s'en est heureusement ressenti. Fuyant les placements à longue échéance, rendus singulièrement précaires par suite de l'instabilité économique générale, les capitaux en quête d'emploi ont afflué sur le marché des reports. Ceux-ci présentent, en effet, au plus haut degré, ce caractère de sécurité devenu primordial aux yeux des détenteurs de fonds<sup>(17)</sup>, comme, d'autre part, le nombre des transactions à terme baissait sans cesse, la diminution de la demande et l'accroissement de l'offre ont fait descendre le taux des reports à un niveau extrêmement bas.

Après avoir valu en moyenne 4 p. 100 au parquet et 7 p. 100 en coulisse<sup>(18)</sup> lors des liquidations de l'année 1929, le prix de l'argent en bourse est tombé, dès la fin de 1930, à 1 p. 100 et 4 1/2 p. 100. Durant les années 1931, 1932, et jusqu'en juin 1933, il reste constamment au-dessous de 1 p. 100 au parquet et de 5 p. 100 en coulisse, tombant souvent jusqu'à 1/8, 1/16 même d'une part, et 4 1/4 p. 100 d'autre part. De juin 1933 à février 1934, un léger renchérissement a progressivement porté le taux des reports à 2 3/4 p. 100 au parquet et 5 p. 100 en coulisse. Les liquidations des mois d'avril et mai ont d'ailleurs vu le prix de l'argent à court terme employé en reports baisser de nouveau et ne plus valoir que 4 1/2 et 4 1/2 p. 100<sup>(19)</sup>.

En présence de ce bon marché extrême et persistant des capitaux, il eût été normal d'assister à un réveil de la spé-

---

(17) Voir I<sup>re</sup> partie : Reports et déports, p. 60 et suiv.

(18) Voir sur la différence des taux au parquet et en coulisse, p. 63.

(19) Voir tableau IX à la fin de cette section.

culation à terme. Sur ce point encore, la vieille loi de l'offre et de la demande a été une fois de plus contredite par les faits : c'est au mois de décembre 1931 et de janvier 1932 que les chiffres de la position de place ont été les plus faibles<sup>(20)</sup>. Or, à cette époque, l'argent valait à chaque liquidation 1/8 ou 1/16 au parquet et 4 1/4 p. 100 en coulisse...

A ce premier trait — bon marché de l'argent — caractéristique de l'allure du marché des reports pendant la crise, il faut en ajouter un second, à savoir : la cotation fréquente de déports nombreux et importants.

Dès les dernières liquidations de l'année 1930, reports au pair et déports font leur apparition. C'est ainsi qu'à la liquidation du 15 décembre au parquet 6 valeurs sont reportées au pair et 7 avec un déport. En 1931, leur nombre s'accroît. La liquidation de fin mai est très dure pour les acheteurs : 17 valeurs sont reportées au pair et 24 avec un déport (30 francs sur la Banque de France, 14 francs sur les Tréfileries du Havre). Mais c'est à fin septembre 1931 que sont payés les déports les plus importants : 55 francs sur Courrières (cours de compensation : 570), 70 francs sur la Banque de France (cours de compensation : 11.500), 300 francs sur la Compagnie Générale d'Electricité (cours de compensation : 2.270). Le lendemain, ces chiffres exorbitants étaient d'ailleurs rectifiés et ramenés respectivement à 25, 50 et 100 francs.

Désormais, pendant deux ans, à chaque liquidation, on coterait en moyenne, tant au parquet qu'en coulisse, une dizaine de reports au pair ou au-dessous du taux, et une dizaine de déports. Tous les titres seront ainsi successive-

---

(20) Voir p. 134.

ment l'objet de reports au pair ou de déports. Ce sont surtout en 1931 les valeurs françaises, la Banque de France en particulier, qui fut longtemps attaquée par les vendeurs à raison des cours élevés qu'elle avait atteints; puis, au début de la hausse des mines d'or, c'est le tour des valeurs sud-africaines, ou « Kaffirs ». En 1933 enfin, on a fréquemment coté des déports sur les grandes valeurs internationales, le Rio Tinto en particulier, pour lequel, de mémoire de boursier, les vendeurs n'avaient jamais payé de bonifications.

A la liquidation du 31 décembre 1933, pour la première fois depuis longtemps, il n'y a pas eu de déports au parquet. Depuis lors, leur nombre n'est plus considérable et semble redevenu presque normal. Ont payé cependant encore des déports assez importants : la Philips, introduite au parquet à des cours exagérés; la Franco-polonaise des Pétroles, sur laquelle a fonctionné un « corner » déjà mentionné (21).

De même que la faiblesse du taux des reports venait corroborer ce que nous savions déjà de la diminution des transactions à terme, et prouver en outre l'abondance des capitaux à court terme, de même la cotation fréquente de déports vient confirmer l'existence, de 1930 à 1934, d'une active spéculation à la baisse. Lorsque les reports se font au pair, et surtout quand les vendeurs à terme d'une valeur doivent payer un déport, c'est qu'ils sont plus nombreux que les acheteurs de cette même valeur. Ce cas s'est produit très souvent au cours de la crise. L'étude de la position de place nous avait déjà révélé d'ailleurs l'action des vendeurs à découvert...

---

(21) Voir p. 138-139,

TABLEAU IX  
Taux des reports de 1929 à 1934.

| Dates           | Au Parquet |                     | En coulisse |
|-----------------|------------|---------------------|-------------|
|                 | Liq. du 15 | Liquid. fin de mois |             |
| 1927 :          |            |                     |             |
| Novembre .....  | 3 1/2      | 3                   | 6 1/2       |
| 1928 :          |            |                     |             |
| Juillet .....   | 3 1/4      | 2 7/8               | 7           |
| Décembre .....  | 7          | 6 1/2               | 8 1/2       |
| 1929 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 5          | 4 1/2               | 7 1/2       |
| Février .....   | 3 3/4      | 4 1/4               | 7 1/4       |
| Mars .....      | 2 3/4      | 5                   | 7 1/2       |
| Avril .....     | 5          | 3 7/8               | 6 3/4       |
| Mai .....       | 3 1/4      | 3 1/4               | 6 3/4       |
| Juin .....      | 4          | 3 7/8               | 6 1/2       |
| Juillet .....   | 4 3/8      | 3 7/8               | 6 1/2       |
| Août .....      | 4 1/8      | 5 7/8               | 7 1/4       |
| Septembre ..... | 6 1/2      | 5                   | 7           |
| Octobre .....   | 4          | 2                   | 6           |
| Novembre .....  | 3          | 1                   | 6           |
| Décembre .....  | 2 1/2      | 2 3/8               | 6           |
| 1930 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 3 3/8      | 3 3/8               | 5 1/4       |
| Février .....   | 1 7/8      | 1 3/4               | 5           |
| Mars .....      | 1 1/2      | 1 1/4               | 5           |
| Avril .....     | 2 1/2      | 2 3/4               | 5 1/2       |
| Mai .....       | 2 1/8      | 3/4                 | 5           |
| Juin .....      | 3/8        | 1/2                 | 4 1/2       |
| Juillet .....   | 1          | 1 1/2               | 4 1/2       |
| Août .....      | 3/4        | 1/2                 | 4 1/2       |
| Septembre ..... | 1          | 1/2                 | 4 1/4       |
| Octobre .....   | 1/2        | 1/2                 | 4 1/4       |
| Novembre .....  | 1/2        | 1/2                 | 4 1/4       |
| Décembre .....  | 1/2        | 1/2                 | 4 3/4       |
| 1931 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 1/4        | 1/4                 | 4 1/2       |
| Février .....   | 1/4        | 1/4                 | 4 1/2       |
| Mars .....      | 1/2        | 1/4                 | 4 1/2       |
| Avril .....     | 1/4        | 1/4                 | 4 1/4       |
| Mai .....       | 1/4        | 1/4                 | 4 1/2       |
| Juin .....      | 1/16       | 1/8                 | 4 1/4       |
| Juillet .....   | 1/2        | 1/4                 | 4 1/4       |
| Août .....      | 1/8        | 1/8                 | 4 1/4       |

| Dates           | Au Parquet |                     |             |
|-----------------|------------|---------------------|-------------|
|                 | Liq. du 15 | Liquid. fin de mois | En coulisse |
| Septembre ..... | 1/8        | 1/8                 | 4           |
| Octobre .....   | 1/8        | 1/8                 | 4 1/4       |
| Novembre .....  | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/4       |
| Décembre .....  | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/4       |
| 1932 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 1 1/16     | 1/8                 | 4 1/4       |
| Février .....   | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/2       |
| Mars .....      | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/4       |
| Avril .....     | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/4       |
| Mai .....       | 1 1/8      | 3/32                | 4 1/4       |
| Juin .....      | 1 1/8      | 1/8                 | 4 1/2       |
| Juillet .....   | 1 1/8      | 1/2                 | 4 1/4       |
| Août .....      | 1 1/2      | 3/4                 | 4 3/4       |
| Septembre ..... | 3/4        | 3/8                 | 4 3/4       |
| Octobre .....   | 1/8        | 1/8                 | 4 3/8       |
| Novembre .....  | 1/8        | 1/8                 | 4 1/4       |
| Décembre .....  | 1/8        | 1/8                 | 4 1/2       |
| 1933 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 1/4        | 1/8                 | 4 1/2       |
| Février .....   | 1/4        | 1/8                 | 4 1/4       |
| Mars .....      | 3/4        | 1 1/2               | 4 1/2       |
| Avril .....     | 7/8        | 3/4                 | 4 1/2       |
| Mai .....       | 3/4        | 1 1/4               | 4 1/2       |
| Juin .....      | 1 1/8      | 1                   | 4 3/4       |
| Juillet .....   | 1 1/4      | 1 1/8               | 4 3/4       |
| Août .....      | 1          | 1                   | 4 3/4       |
| Septembre ..... | 7/8        | 7/8                 | 4 1/2       |
| Octobre .....   | 7/8        | 7/8                 | 4 1/2       |
| Novembre .....  | 7/8        | 1 1/4               | 5           |
| Décembre .....  | 1 7/8      | 2 1/8               | 4 1/2       |
| 1934 :          |            |                     |             |
| Janvier .....   | 1 7/8      | 2 1/8               | 4 1/2       |
| Février .....   | 2 3/4      | 2 3/4               | 5           |
| Mars .....      | 2 1/4      | 2                   | 4 3/4       |
| Avril .....     | 2 1/4      | 3 1/2               | 4 3/4       |
| Mai .....       | 3 1/4      | 2 1/2               | 4 1/2       |



## CONCLUSION

---

Aux termes de ce modeste travail, et en présence du déclin prononcé des transactions à terme sur les valeurs mobilières que nous avons dû constater et sur lequel les faits eux-mêmes nous ont souvent contraint de revenir, on nous reprochera peut-être de n'avoir pas hardiment abordé une question qui surgit à l'esprit : celle de l'avenir du marché à terme.

Nous répondrons d'abord à cela que, débutant dans la science de l'économie politique, nous n'avions nullement la qualité nécessaire pour donner sur ce point une opinion autorisée. Il serait d'ailleurs prématuré, alors que la dépression mondiale se manifeste encore, de prétendre dire si le marché à terme doit constituer un rouage utile du système économique de demain ou s'il doit définitivement disparaître.

Le marché à terme nous est apparu en effet comme une création spontanée et nécessaire de l'organisation économique moderne à base de crédit. Or, nul ne peut déterminer encore si le vieux capitalisme régnera demain sur le monde ou s'il devra faire place à des formes économiques moins anarchiques.

Notre étude s'est donc limitée à un examen principalement descriptif du marché à terme et des effets de la crise actuelle à son endroit. Nous avons d'abord cherché à sim-

plifier des questions qui paraissent souvent complexes. Nous nous sommes permis en outre d'indiquer en passant quelques améliorations techniques qui nous paraissent souhaitables dans l'intérêt public — qu'il faut renseigner et éloigner autant que possible d'opérations qui doivent être réservées aux seuls professionnels — et du marché lui-même.

Notre vœu sera enfin comblé si nous avons pu apporter des renseignements de quelque utilité au vaste travail de synthèse que les économistes devront entreprendre dans quelques années, dès que la crise actuelle aura pris fin, bientôt nous l'espérons.

VU, BON A IMPRIMER :

Vu : *Le Doyen,*  
J.-E. FERRON.

*Le Président,*  
A. MOUNIER.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Bordeaux, le 20 novembre 1934.

*Le Recteur de l'Académie,*

A. TERRACHER.

---

## BIBLIOGRAPHIE

---

### 1. — Ouvrages sur la Bourse et les opérations de Bourse en général.

ABOUL-ELA (H.). — La spéculation en Bourse. Son influence économique et morale. Thèse Paris, 1930.

ALLIX (E.). — Des reports dans les Bourses de valeurs. Thèse Paris, 1900.

BESSIÈRES (J.). — Des marchés à terme sur marchandises et valeurs mobilières. Thèse Paris, 1898.

BIZET. — Précis des diverses manières de spéculer sur les fonds publics en usage à la Bourse de Paris, précédé d'une notice historique sur la Compagnie des agents de change. 4<sup>e</sup> éd., in-8°, Paris, Delaunay, 1921.

BLATEAU. — Le régime fiscal des opérations de Bourse. Thèse Paris, 1928.

BOURREAU (Marcel). — La Bourse des valeurs de Paris pendant la guerre. Thèse Paris, 1921.

BOZÉRIAN. — La Bourse, ses opérations et ses opérateurs. Paris, 1839.

CARSOVO (M.). — Les Bourses de valeurs mobilières. Thèse Paris, 1931.

CAVELIER. — La gestion des fortunes mobilières. 2<sup>e</sup> éd., Paris, 1934.

COMBAT (F.). — Manuel des opérations de Bourse. Précis théorique et pratique. Paris, 1921.

COURTOIS (Alphonse). — Traité des opérations de Bourse et de change. 14<sup>e</sup> éd., Paris, 1910.

DELOISON. — Le marché à terme. Thèse Paris, 1890.

DICONNE. — Des marchés à prime dans les Bourses de valeur. Dijon, 1908.

FOY (Paul). — Les reports. Etude économique et juridique. Thèse Paris, 1932.

HAMBURGER. — Guide pratique de la Bourse. Paris, 1914.

JANET (C.). — Le capital, la spéculation et la finance au XIX<sup>e</sup> siècle. Paris, 1892.

LAFARGUE. — Fonction économique de la Bourse. Contribution à la théorie de la valeur. Giard et Brière, 1897.

MARTRE (J.). — Les marchés à terme et l'exception de jeu. Thèse Toulouse, 1932.

- MASSEBOEUF (A.). — Des marchés à prime dans les Bourses de valeur : Paris, Londres, Berlin. Thèse Paris, 1923.  
POISEUX (B.). — La Bourse des valeurs de Paris. Thèse Paris, 1926.  
PROUDHON. — Manuel du spéculateur à la Bourse.  
ROBERT-MILLES (S.). — Grammaire de la Bourse. Paris, 1928.  
TCHERNOFF (J.). — Les syndicats financiers. Paris, 1920.  
Manuel des agents de change : lois, règlements, actes officiels.  
Statuts du Syndicat des banquiers en valeurs : comptant et terme.

## II. — Autres ouvrages.

- AFTALION. — Les crises périodiques de surproduction. Paris, 1913.  
BLOCH (G.). — La crise économique actuelle en France. Thèse Dijon, 1933.  
COLSON. — Cours d'économie politique. — Edition définitive, 6 vol.  
Tome IV : La propriété des capitaux des agents naturels et des biens incorporels. Paris, 1927.  
COURCELLE-SENEUIL. — Traité théorique et pratique des opérations de banque, revu par A. Liesse. 13<sup>e</sup> éd., 1929, Librairie Félix Alcan.  
GIDE (C.). — Cours d'économie politique. 2 vol., 10<sup>e</sup> éd., Paris, 1931.  
JUCLAR. — Des crises commerciales et de leur retour périodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis. Paris, 1899.  
LESCURE. — Des crises générales et périodiques de surproduction. 4<sup>e</sup> éd., Paris, 1932, Domat-Montchrestien, 2 vol.  
LYON-CAEN et RENAUT. — Traité de droit commercial. T. V, 3<sup>e</sup> éd., 1881.  
REBOUD. — Précis d'économie politique. 2 vol., Paris, 1929-1930.  
TRUCHY. — Cours d'économie politique. 2 vol., Paris, 1929.

## III. — Revues et journaux.

- Bulletins de la Statistique générale de la France et d'observation des prix.* Annales, 1901-1931.  
*Revue d'économie politique.* (Articles de M. J. DESSIRIER.)  
*Annales d'histoire économique et sociale.*  
*L'Orientation économique et financière.*  
*L'Economiste français.*  
*Journal des économistes.*  
*Cote officielle des agents de change.*  
*Cote du Syndicat des banquiers en valeurs.*  
*Cote de la Bourse et de la Banque.*  
*L'Information financière, économique et politique.*  
*Le Temps.*
-

## ERRATA

---

- Page 11, 28<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : Qu'il résulte, *lire* : Qu'il en résulte.  
Page 15, 6<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : article 1865, *lire* : article 1965 du Code civil.  
Page 16, 1<sup>re</sup> ligne de la note, *au lieu de* : J. Maître, *lire* : J. Martre.  
Page 22, 17<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : huit adjoints ou syndics, *lire* : huit adjoints au syndic.  
Page 37, 12<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : 7 octobre 1790, *lire* : 7 octobre 1890.  
Page 39, dernière ligne, *au lieu de* : livres, et c'est ce qui fait leur intérêt, *lire* : l'échéance du jour.  
Page 53, 3<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : la stabilité des changes, *lire* : l'instabilité des changes.  
Page 69, 11<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : un arrêté, *lire* : un arrêt.  
Page 83, 10<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : 1673, *lire* : 1873.  
Page 134, 14<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : 1.906 millions, *lire* : 1.096 millions.  
Page 136, 6<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : s'élancer, *lire* : se lancer.  
Page 151, *ne pas tenir compte de la note (9)*.  
Page 172, 4<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : intérêt public, *lire* : intérêt du public.  
Page 173, 14<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : Bourreau, *lire* : Bourbeau.  
Page 173, 17<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : Carsovo, *lire* : Carsow.  
Page 174, 3<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : Poiseux, *lire* : Poiteux.  
Page 174, 20<sup>e</sup> ligne, *au lieu de* : Juclar, *lire* : Juglar.



# TABLE DES MATIERES

## INTRODUCTION.

Pages

Définition de l'expression marché à terme. — Généralités sur les valeurs mobilières. — Plan de la thèse.

## PREMIERE PARTIE

### ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ A TERME DES VALEURS MOBILIERES A LA BOURSE DE PARIS

#### CHAPITRE I. — Historique du marché à terme..... 10

L'arrêt du Conseil d'Etat du roi, du 7 août 1785, qui interdit les marchés à terme. — Le marché à terme et l'exception de jeu; la jurisprudence. — Le marché à terme depuis la loi du 28 mars 1885.

#### CHAPITRE II. — Organisation actuelle du marché à terme.... 21

##### SECTION I. — *Le marché à terme officiel* ..... 22

Agents de change. — Courtages et couverture. — Cote officielle. — Admission à la cote.

##### SECTION II. — *Le marché à terme de banque* ..... 27

#### CHAPITRE III. — Technique du marché à terme..... 30

##### SECTION PRÉLIMINAIRE. — *La clientèle du marché à terme*..... 31

##### SECTION I. — *L'engagement des opérations à terme :*

##### § 1. — Réglementation générale des marchés à terme et technique des ordres de bourse à terme ..... 36

##### § 2. — Les marchés fermes ..... 42

##### § 3. — Les marchés à prime ..... 43

Définition. — Mécanisme des marchés à prime. — Combinaisons à la hausse et à la baisse. — Importance et utilité des marchés à prime.

##### § 4. — Stellages ..... 53

##### § 5. — « Call of More », ou options du double ..... 54

|                                                                                                                                | Pages |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------|
| SECTION II. — <i>Le dénouement des opérations à terme</i> .....                                                                | 55    |
| § 1. — <i>L'escompte</i> .....                                                                                                 | 56    |
| § 2. — <i>Les liquidations</i> .....                                                                                           | 58    |
| § 3. — <i>Reports et déports</i> .....                                                                                         | 60    |
| Rôle et définition. — Taux du report. — Cotation d'un déport. — Signification du taux du report. — Nature juridique du report. |       |
| CHAPITRE IV. — <i>Fonctions économiques du marché à terme</i> .....                                                            | 70    |
| SECTION I. — <i>Le marché à terme et l'activité générale de la Bourse</i> .....                                                | 73    |
| Le marché à terme est à la fois le moteur et le régulateur des cours.                                                          |       |
| SECTION II. — <i>Le marché à terme et le crédit public</i> .....                                                               | 77    |
| SECTION III. — <i>Le marché à terme et les capitaux privés</i> .....                                                           | 80    |

## DEUXIEME PARTIE

### LA CRISE ECONOMIQUE ACTUELLE ET LE MARCHE A TERME

|                                                                                                                                                                                                                        |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CHAPITRE PRELIMINAIRE. — <i>Les crises économiques et la Bourse</i> .....                                                                                                                                              | 83  |
| Bref rappel de la théorie des crises. — Les crises économiques et la Bourse. — La Bourse est le baromètre de la situation économique; parfois même c'est un krach boursier qui marque exactement le point de la crise. |     |
| CHAPITRE I. — <i>Les caractères généraux et les principales phases de la crise économique actuelle en France</i> .....                                                                                                 | 91  |
| CHAPITRE II. — <i>La crise boursière et ses manifestations communes à l'ensemble du marché des valeurs</i> .....                                                                                                       | 100 |
| SECTION I. — <i>La baisse des cours</i> .....                                                                                                                                                                          | 102 |
| § 1. — <i>Valeurs à revenu variable</i> .....                                                                                                                                                                          | 104 |
| § 2. — <i>Valeurs à revenu fixe</i> .....                                                                                                                                                                              | 111 |
| SECTION II. — <i>La diminution des dividendes</i> .....                                                                                                                                                                | 119 |
| La baisse des dividendes. — Ses rapports avec la baisse des cours. — Les taux de capitalisation.                                                                                                                       |     |
| SECTION III. — <i>Le ralentissement des transactions</i> .....                                                                                                                                                         | 126 |

|                                                                                                |     |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| CHAPITRE III. — Les manifestations particulières de la crise sur le marché à terme .....       | 130 |
| SECTION I. — <i>La crise et la spéculation à terme.</i>                                        |     |
| § 1. — Ralentissement accentué des transactions .....                                          | 131 |
| § 2. — Elimination d'une partie de la clientèle du marché à terme .....                        | 135 |
| § 3. — Spéculation à la baisse .....                                                           | 139 |
| SECTION II. — <i>La crise et la cote du terme</i> .....                                        | 145 |
| Comparaisons des cotes en 1930 et en 1934. — Radiations. — Introductions de valeurs nouvelles. |     |
| SECTION III. — <i>L'organisation du marché à terme au cours de la crise</i> .....              | 155 |
| Modifications diverses et améliorations souhaitables.                                          |     |
| § 1. — Les tarifs de courtage des opérations à terme de 1930 à 1934 .....                      | 157 |
| § 2. — Le régime fiscal des opérations à terme de 1930 à 1934.                                 | 162 |
| SECTION IV. — <i>La crise et les reports aux liquidations</i> .....                            | 164 |
| Faiblesse du taux des reports. — Cotation fréquente des déports.                               |     |
| CONCLUSION .....                                                                               | 171 |
| BIBLIOGRAPHIE .....                                                                            | 173 |









